

Def. 51



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE DERECHO

**LA ADQUISICION DEL CONTROL DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS EN LA BOLSA DE VALORES
("TAKE OVERS")**

ELABORADO POR
ALFONSO DE ANGOITIA NORIEGA

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN DERECHO
P R E S E N T A
ALFONSO DE ANGOITIA NORIEGA



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

SUMARIO DEL INDICE

INTRODUCCION

CAPITULO I

Control de las Sociedades Mercantiles 1

CAPITULO II

Adquisición de Acciones que Representan, en su conjunto, el
Paquete Controlador, directamente del grupo que las detenta. 95

CAPITULO III

Adquisición del Control Mediante Compras Sucesivas de Acciones
en Bolsa ("Ramassage") 162

CAPITULO IV

Adquisición del Control a través de la realización de una
Oferta Pública de Compra ("Tender Offer") 203

CAPITULO V

Adquisición del Control a través de la obtención de Cartas
Poder ("Proxy Fights") 276

Conclusiones 321

INDICE

INTRODUCCION	I
CAPITULO I	
<u>Control de las Sociedades Mercantiles</u>	1
A.- Definición de Control	1
B. Clasificación del Control de las Sociedades	5
a.- Clasificación de Weinberger	5
b.- Clasificación de Berle y Means	9
c.- Control Bancario	18
d.- Control Negativo	19
C.- Clasificación de los Accionistas de las Sociedades Públicas	20
D.- El Control en la Legislación Mexicana	21
a.- Sociedades Anónimas Comunes	22
b.- Sociedades Públicas	25
c.- Sociedades Controladoras	28
1.- Concepto de Sociedad Controladora	29
2.- Información que deberán divulgar las Controladoras	33
3.- Transferencia de Acciones de las Sociedades Controladoras	40
d.- Empresas de Participación Estatal Mayoritaria .	46

b.-	Tesis de la Cesión de la Empresa	98
c.-	Tesis de la Cesión Parcial de Activos	99
d.-	Tesis de la Fusión por Absorción	100
e.-	Tesis del Control como Activo Social	102
f.-	Tesis de la Paridad de trato entre Socios y Cesión del Control	105
g.-	Tesis del Deber de Fidelidad de los Administra- dores frente a los accionistas	107
h.-	Tesis de la Posición de los Accionistas Minori- tarios tras la Cesión del Control	109
B.-	Legislación y Jurisprudencia de los Distintos Países en Relación con la Cesión del Control	113
a.-	Estados Unidos de América	113
1.-	Legalidad de la Prima de Control	114
2.-	Legalidad del Pacto de Obtención de Renun- cias de Consejeros	119
3.-	Deber Fiduciario del Accionista Controla- dor frente a los Accionistas Minoritarios.	123
4.-	Información Privilegiada	124
5.-	Conclusiones en relación con la Jurispru- dencia Norteamericana	126
b.-	Inglaterra	128
c.-	Francia	132
d.-	México	133
1.-	Restricciones Especiales	134

INDICE

INTRODUCCION	I
CAPITULO I	
<u>Control de las Sociedades Mercantiles</u>	1
A.- Definición de Control	1
B. Clasificación del Control de las Sociedades	5
a.- Clasificación de Weinberger	5
b.- Clasificación de Berle y Means	9
c.- Control Bancario	18
d.- Control Negativo	19
C.- Clasificación de los Accionistas de las Sociedades Públicas	20
D.- El Control en la Legislación Mexicana	21
a.- Sociedades Anónimas Comunes	22
b.- Sociedades Públicas	25
c.- Sociedades Controladoras	28
1.- Concepto de Sociedad Controladora	29
2.- Información que deberán divulgar las Controladoras	33
3.- Transferencia de Acciones de las Sociedades Controladoras	40
d.- Empresas de Participación Estatal Mayoritaria .	46

		11)
e.-	Sociedades con Inversión Extranjera	48
f.-	Casas de Bolsa	57
	1.- Control de las Casas de Bolsa	57
	2.- Casas de Bolsa como Controladoras	64
g.-	Sociedades de Inversión	70
	1.- Control de las Sociedades de Inversión ...	70
	2.- Sociedades de Inversión Comunes	74
	3.- Sociedades de Inversión de Renta Fija	75
	4.- Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo	77
h.-	Sociedades Nacionales de Crédito	81
	1.- Control de las Sociedades Nacionales de Crédito	81
	2.- Las Sociedades Nacionales de Crédito como Controladoras	85
i.-	Instituciones de Fianzas y Seguros	87
E.-	Métodos de Adquisición del Control de las Sociedades Anónimas Públicas	89

CAPITULO II

	<u>Adquisición de Acciones que Representan, en su conjunto, el Paquete Controlador, directamente del Grupo que las detenta.</u>	95
A.-	Naturaleza Jurídica de la Venta o Cesión del Control..	95
	a.- Tesis de la Autonomía Corporativa	97

b.-	Tesis de la Cesión de la Empresa	98
c.-	Tesis de la Cesión Parcial de Activos	99
d.-	Tesis de la Fusión por Absorción	100
e.-	Tesis del Control como Activo Social	102
f.-	Tesis de la Paridad de trato entre Socios y Cesión del Control	105
g.-	Tesis del Deber de Fidelidad de los Administra- dores frente a los accionistas	107
h.-	Tesis de la Posición de los Accionistas Minori- tarios tras la Cesión del Control	109
B.-	Legislación y Jurisprudencia de los Distintos Países en Relación con la Cesión del Control	113
a.-	Estados Unidos de América	113
1.-	Legalidad de la Prima de Control	114
2.-	Legalidad del Pacto de Obtención de Renun- cias de Consejeros	119
3.-	Deber Fiduciario del Accionista Controla- dor frente a los Accionistas Minoritarios.	123
4.-	Información Privilegiada	124
5.-	Conclusiones en relación con la Jurispru- dencia Norteamericana	126
b.-	Inglaterra	128
c.-	Francia	132
d.-	México	133
1.-	Restricciones Especiales	134

2.- Registro de Accionistas	137
3.- Operaciones en Bolsa	139

CAPITULO III

<u>Adquisición del Control Mediante Compras Sucesivas de</u> <u>Acciones en Bolsa ("Ramassage")</u>	162
A.- Legislación Norteamericana. El "Williams Act"	164
a.- Personas Obligadas a Divulgar Información	166
b.- Valores a los que se Aplican las disposiciones del "Williams Act"	167
c.- Información que debe divulgarse	168
d.- Exenciones a la Obligación de Divulgación de Información Establecida en la Sección 13(d) ...	172
e.- Derecho de Propiedad	173
f.- Determinación del 5%	176
g.- Determinación del Concepto de Grupo	176
h.- Utilidades obtenidas rápidamente por "Insiders"	180
B.- Legislación Británica	182
C.- Legislación Francesa	184
D.- Legislación Mexicana	185
E.- Recapitulación	199

CAPITULO IV

<u>Adquisición del Control a través de la Realización de una</u>	
<u>Oferta Pública de Compra ("Tender Offer")</u>	
	203
A.-	Antecedentes
	204
B.-	Definición
	206
C.-	Naturaleza Jurídica de la Oferta Pública de Compra ...
	214
a.-	La Oferta Pública de Compra Simple
	214
b.-	Oferta Pública de Compra condicionada a que se presente un número determinado de Acciones para su adquisición
	216
c.-	Oferta Pública de Compra condicionada a que se accepte un mínimo de acciones, reservándose el oferente la facultad de adquirirlas aún cuando no se alcance el propio mínimo
	218
d.-	Limitación de la Oferta Pública de compra a un número determinado de acciones
	220
e.-	La Oferta al Público
	221
f.-	Oferta Pública de Compra y Oferta de Recompensa
	223
g.-	Oferta Irrevocable
	224
D.-	Legislación y Jurisprudencia de los Estados Unidos de América
	226
a.-	Antecedentes
	226

b.-	Modalidades de los " <u>Tender Offers</u> " norteamericana	229
c.-	Mecánica de los " <u>Tender Offers</u> "	231
d.-	Requisitos Legales que están sujetos a los " <u>Tender Offers</u> "	232
e.-	Información Privilegiada en cuanto a los " <u>Tender Offers</u> "	251
E.-	Marco Legal Aplicable a las Ofertas Públicas de Compra que se realicen en Inglaterra	255
a.-	Evolución	257
b.-	Legislación Aplicables	259
F.-	Normas Aplicables a las Ofertas Públicas de Compra en México	264
a.-	Elementos de la Oferta Pública de Compra	264
b.-	Ley del Mercado de Valores	267
G.-	Recapitulación	275
CAPITULO V		
<u>Adquisición del Control a través de la Obtención de Cartas</u>		
<u>Poder ("Proxy Fights")</u>		
A.-	Evolución	278
B.-	Definición y Naturaleza Jurídica	285
C.-	Legislación Norteamericana	286

a.-	Formalidad	286
b.-	Vigencia	287
c.-	Revocabilidad	288
d.-	Facultades conferidas	289
e.-	Reglas en cuanto a las Sociedades Públicas	289
f.-	Definición de Solicitudes	290
g.-	Información que debe proporcionarse en las Solicitudes para la obtención de cartas poder..	291
h.-	Requisitos que deberán reunir las cartas poder.	293
i.-	Presentación de Información	293
j.-	Propuestas a los Accionistas	296
k.-	Documentación que se estime falsa o que pueda prestarse a confusión	299
l.-	Elección de Consejeros	302
m.-	Acciones Depositadas en Casas de Bolsa o Bancos	303
n.-	Recapitulación	304

D.- Legislación Mexicana

a.-	Representación en las Asambleas	306
b.-	Actuación del Mandatario	308
c.-	Naturaleza Jurídica de las Acciones, su Depósito y el Registro de Accionistas	309
d.-	Posibilidad de vender el derecho de voto	312
e.-	Formas en que puede adquirirse temporalmente el derecho de voto	313
f.-	Acciones depositadas en Casas de Bolsa	317

E.- Recapitulación 319

Conclusiones 321

INTRODUCCION

La adquisición del control de las sociedades cotizadas en la Bolsa de Valores es hoy en día un tema polémico. Como consecuencia del desarrollo que ha tenido el mercado de capitales de nuestro país, han surgido instrumentos y operaciones agresivas y dinámicas tendientes a lograr el control de las sociedades públicas.

Desde la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en el año de 1975, el legislador señaló en la exposición de motivos del propio ordenamiento que uno de sus principales objetivos era lograr que se proporcionara información al público inversionista, a través de la cual se consiguiera la unidad de precio en las transacciones que se realicen con un mismo valor en un momento dado. La propia exposición de motivos señala que cuando se logra el objetivo aludido "los participantes en el mercado pueden tener la certeza de que contratarán operaciones a precios correspondientes a la situación de la oferta y la demanda, y de que no se verán beneficiados o perjudicados por pactar términos derivados de la ignorancia."

Con objeto de que los participantes en el mercado de valores cuenten con la información que les permita tomar las decisiones que mas convengan a sus intereses en relación con sus inversiones, la legislación bursátil ha sido objeto de diversas reformas y adiciones.

Sin embargo, y aún cuando se han mostrado avances importantes, la normatividad aplicable no ha logrado plenamente sus objetivos.

Continúan efectuándose transacciones de gran cuantía en la bolsa de valores, a través de las cuales se transfieren paquetes de acciones que representan el control de las emisoras, las cuales únicamente benefician a unos cuantos, dejando al margen al gran público ahorrador. No se ha logrado que los pequeños y medianos inversionistas cuenten con información sobre las emisoras ni sobre las operaciones que se efectúan con los valores emitidos por éstas. La situación actual del mercado de valores, aunada a los abusos que se han cometido, han causado la desconfianza del público, con lo cual no se ha logrado el desarrollo que se pretende para éste mercado.

Por lo anterior, debe reformarse la legislación vigente a fin de incorporar una serie de normas que tiendan a lograr los objetivos señalados. *

Considero que debe ampliarse la obligación de divulgar información en relación con las transacciones en que se transfiere la propiedad de las acciones que, en su conjunto, representan el control de la sociedad.

Asimismo, es necesario que se establezcan mecanismos que consagren el principio de equidad que debe existir entre todos los accionistas en las operaciones en que se transfiere el control.

Por otra parte, debe involucrarse en mayor medida a los medianos y pequeños accionistas en relación con las sociedades públicas en las que participan, con objeto de que se integren al mercado de valores.

Por tanto, este trabajo tiene como principal objetivo plantear la problemática que se ha presentado en cuanto a la legislación vigente y proponer reformas a ésta en base a la experiencia de otros países que se encuentran a la vanguardia en estos temas.

El primer Capítulo del estudio se refiere al control de las Sociedades Mercantiles. Al efecto, se proporcionan diversas definiciones que la doctrina y la jurisprudencia han dado al concepto control y se enuncian las clasificaciones del control. Posteriormente, se refiere a las disposiciones de la legislación mexicana que regulan el control de las sociedades, atendiendo a los fines que éstas persiguen.

Por otra parte, el Segundo Capítulo se refiere al método de adquisición del control de las sociedades a través de la compra de acciones que, en su conjunto, representen el dominio, directamente del grupo que las detenta. Se analizan diversas tesis que han sustentado los estudiosos de la materia, en relación con la naturaleza jurídica de la cesión del control de las sociedades y de sus efectos para los accionistas.

Asimismo, se estudian las legislaciones referentes a las adquisi-

ciones de paquetes de acciones que representen el control, aplicables en los Estados Unidos de América, Inglaterra y Francia, así como en nuestro país.

Por lo que se refiere a las legislaciones inglesa y norteamericana, éstas resultan de interés en virtud de que contemplan el principio de igualdad de los accionistas en los supuestos de adquisiciones de paquetes de acciones que representen el control.

Finalmente, se analizan las disposiciones aplicables en México a las ventas de acciones que representan el control de una emisora de valores, en especial por lo que se refiere a la normatividad que rige las operaciones bursátiles.

El Tercer Capítulo trata el tema de la adquisición del control mediante compras sucesivas de acciones en Bolsa. Se presta especial atención al "Williams Act" aplicable en los Estados Unidos de América, por lo que se refiere a la obligación de divulgar información que incorpora ese ordenamiento. Asimismo, se analiza detenidamente la "regla de grupo" que contempla la Ley norteamericana citada, en virtud de la cual se considera a un grupo de personas vinculadas o con intereses comunes como una sola persona, para los efectos de la obligación de divulgar información.

El mecanismo que ha sido utilizado en la actualidad para la adquisición del control de las sociedades cotizadas en bolsa es

la oferta pública de compra. El Cuarto Capítulo se refiere a este método, denominado en los Estados Unidos como "Tender Offer". En el propio Capítulo destaca el análisis de la legislación norteamericana aplicable a la figura aludida en virtud de que, a través de ésta, se puede lograr la igualdad de oportunidades para todos los accionistas de una sociedad cuyo control es adquirido.

Asimismo, y en virtud de que nuestro país carece de una legislación adecuada aplicable a las ofertas públicas de compra de valores, se hacen diversas sugerencias para adecuar la normatividad.

Finalmente, el Capítulo Quinto se refiere a la adquisición del control de las sociedades públicas mediante la obtención de cartas poder para representar acciones en las asambleas.

Especial mención merece la legislación norteamericana aplicable a los "proxy fights" en virtud de que éste resulta ser uno de los mecanismos para lograr la democracia en las grandes corporaciones públicas.

Por lo anterior, el presente trabajo tiene como objetivo analizar la legislación mexicana aplicable a las adquisiciones del control de las sociedades públicas cotizadas en Bolsa, a fin de proponer diversas adiciones que tiendan a lograr la democracia corporativa.

CAPITULO I

Control de las Sociedades Mercantiles

A. Definición de Control

La doctrina y la legislación utilizan el término control de diversas maneras, de entre las cuales destacan: (i) aquella que asemeja al control con las funciones del comisario; (ii) la que contempla al control como el que ejercen las autoridades sobre ciertas sociedades, y (iii) aquella que se refiere al control de las sociedades en el sentido en que se está enfocando el presente trabajo o sea como dominio o mando.

De esta forma, algunos autores han considerado como control sobre las sociedades mercantiles el que ejerce el comisario o censor de cuentas ya que éste funcionario tiene facultades de control y vigilancia. La legislación mexicana confiere a los comisarios importantes funciones como "vigilar ilimitadamente y en cualquier tiempo las operaciones de la sociedad".

En este sentido, también se ha considerado como control el que ejercen las distintas autoridades facultadas para ello, sobre las sociedades públicas. Como ejemplo de éstas, pueden citarse las amplias facultades de inspección y vigilancia que sobre las sociedades del medio financiero ejercen

la Secretaría de Hacienda y Crédito Público así como las Comisiones Nacionales de Valores y Bancaria y de Seguros.

Ahora bien, la tercera acepción del término control es difícil de definir, ésta se deriva del significado que el Diccionario de la Real Academia de la Lengua le ha dado, el cual procede del francés "controle" que significa inspección, fiscalización, intervención, dominio, mando.

Al efecto, Vanhaecke⁽¹⁾ considera que "la noción de control es extremadamente variable ya que es más una noción de hecho que de derecho.

De las acepciones que ha dado la doctrina diferentes a las de fiscalización y vigilancia, la que resulta más precisa es aquella que define al control como "el poder de disfrutar y disponer del patrimonio social como un auténtico propietario", o bien "detentar el control de los bienes sociales (derecho de disponer de los mismos como un propietario), de tal suerte que se sea dueño de la actividad económica de la empresa social".⁽²⁾

Este poder de disposición de los bienes sociales deriva de los diversos mecanismos sociales a través de los cuales

-
- 1) Vanhaecke "Les Groups de Societes" Librerie Generale de Droit et de Jurisprudence. Paris, Francia 1959. Pg. 117
 - 2) Champaud "Le Pouvoir de Concentration de la Societe par Actions" Sirey. Paris, Francia. 1962. Pag. 51

se faculta para esos efectos al órgano correspondiente. Ese poder de disposición corresponde, por lo general, a la mayoría de los accionistas en virtud del principio de democracia que debe existir en cuanto al capital social.

Por lo general, a cada acción de una sociedad anónima corresponde un voto en las asambleas. Asimismo, todas las acciones confieren iguales derechos y obligaciones.(3) Aplicando estrictamente estos principios, el control de las sociedades mercantiles corresponde a las personas que detentan la mayoría de las acciones en que se divide el capital social.

El tratadista Jorge Barrera Graf explica el principio de democracia que debe imperar en las sociedades mercantiles al señalar que el control "... puede derivarse del principio de la mayoría, o sea, de la integración de personas o de votos en número mayor al de otras personas o de otros valores (minorías); según dicho principio, el interés del mayor número debe prevalecer e imponerse sobre el del menor, inclusive sobre el interés de quienes no expresaron su voluntad en el problema que se debate".(4)

-
- 3) Artículo 112 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.
- 4) Barrera Graf Jorge "Diccionario Jurídico Mexicano". Editorial Porrúa, S.A. México, D.F. 1983. pg. 318.

Por su parte, el autor español Jaime Zurita y Saenz de Navarrete⁽⁵⁾ define acertadamente a la expresión de "participación de control" como "la participación que una persona detenta en el capital social de una determinada sociedad y que, dada la forma en que éste se encuentra repartido en la misma, puede considerarse suficiente para poder ejercer, en el seno de esa sociedad, el poder de dirección, bien directamente, bien nombrando a otras personas para que directamente lo ejerciten".

Ahora bien, no siempre ha imperado el principio de democracia en el capital social, en la práctica se han ideado diversos mecanismos que permiten a un grupo minoritario imponer sus decisiones y detentar, por tanto, el control.

Por lo anterior, una de las legislaciones en materia bursátil más adelantadas, la Ley Norteamericana del Mercado de Valores y Bolsa de 1934, define el control como "la posesión, directa o indirecta, de la facultad de dirigir o influir o determinar la dirección de la administración y las políticas de una sociedad, tanto a través de la propiedad de las acciones como del derecho de voto, por algún contrato o convenio o a través de cualquier medio". Como es evidente, la definición aludida es sumamente amplia y puede aplicarse a múltiples supuestos, en virtud de la variabilidad del concepto.

5) Zurita y Saenz de Navarrete Jaime "La Oferta Pública de Adquisición (O.P.A.)" Bolsa de Madrid, Servicio de Estudios, Madrid, España. 1980. Pg. 3

B. Clasificación del Control de las Sociedades.

Como puede apreciarse, el principio de democracia en el capital social no siempre resulta aplicable. Se han ideado diversos mecanismos jurídicos a través de los cuales se logra el control de las sociedades anónimas sin detentar la mayoría de las acciones en que se divide el capital social. En tal virtud, han surgido diversas clasificaciones en atención a los mecanismos utilizados para lograr el control.

a.- Clasificación de Weinberger

El autor inglés Weinberger⁽⁶⁾ sugiere que existen diversos grados de control en las sociedades mercantiles, los cuales pueden sintetizarse en los siguientes:

1. Grado último de control que implica la propiedad total de las acciones en que se divide el capital social.

En este grado de control no hay ninguna duda sobre quien lo detenta ya que está en una sola mano la totalidad de las acciones. En este tipo de sociedades, el dueño puede manejar la empresa según convenga a sus intereses ya que no tiene socios a quienes preguntar o rendir cuentas.

2. El segundo grado de control es el que se denomina

6) Weinberger "Take-overs and Mergers". Sweet & Maxwell. 3a. Edición. Londres, Inglaterra, 1971. Pag. 22.

Control Mayoritario o de voto. Este control lo detentan las personas que poseen la mayoría de las acciones del capital de una sociedad, lo cual les da derecho a ejercitar la mayoría de votos en las asambleas de accionistas.

Este control es casi absoluto pero existe la limitante de que el accionista o grupo de accionistas que lo detente deberá observar, en todo momento, las reglas estatutarias y legales referentes a los derechos de los accionistas minoritarios. Lo anterior en virtud de que, de lo contrario, podrían incurrir éstos en serias responsabilidades frente a los propios accionistas minoritarios. Por otra parte, los acuerdos que fueren adoptados sin la participación de los accionistas minoritarios podrían ser impugnados en un juicio de nulidad, como veremos en el presente trabajo.

3. El tercer grado de control es aquel que detenta un accionista o grupo de accionistas minoritarios en virtud de la dispersión del resto de las acciones y también por la fuerza o influencia que este grupo tiene sobre el sistema de representación.

Este supuesto es bastante común en diversos países, sobre todo en las sociedades que adquieren enormes proporciones y en las cuales ninguna persona llega a

ser tenedora de la mayoría. Por lo general, existen accionistas o grupos de accionistas que tiene porcentajes significativos del capital social o que logran reunir porcentajes superiores a la tenencia de cualquier otro grupo. Aunado a esto, los grupos de accionistas minoritarios que detentan el control, generalmente han administrado a la sociedad durante muchos años y, por tanto, tienen una gran influencia sobre los órganos de su representación.

4. El cuarto grado de control es al que se refiere o se conoce como "management control". Este control se da en situaciones en las cuales los accionistas de las enormes corporaciones se encuentra totalmente pulverizado y, por tanto, ningún accionista tiene una posición de importancia en el capital social. Así, los directivos de las empresas son los que las controlan a través de los mecanismos que analizaremos más adelante.

Este tipo de control involucra, en gran medida, la inercia de los accionistas. Prácticamente todos los tenedores de acciones tiene depositadas éstas en casas de bolsa o bancos. Como el capital se encuentra completamente pulverizado, a ningún accionista le interesa realmente asistir y participar en las asambleas. Por tanto, las casas de bolsa, como de-

positarias de las acciones, acuden a las asambleas y votan bloques considerables de acciones de sus depositantes.

En muchos de estos casos, paquetes significativos de acciones se encuentran en manos de inversionistas institucionales es decir, casas de bolsa, bancos, sociedades de inversión, fondos de ahorros y pensiones o fideicomisos. Según el autor Augustus Berle "existe una amplia evidencia que demuestra que los inversionistas institucionales no usan ni desean usar los derechos de voto que acumulan, en contra de las administraciones de las emisoras. Dichos inversionistas no se unen para proseguir acciones de este tipo. Por regla general tampoco se involucran en guerras de obtención de cartas-poder. Casi invariablemente votan sus acciones en favor de la administración. Su función es invertir no controlar".

En algunos casos, existen mancuernas muy claras entre las casas de bolsa y bancos de inversión en los cuales se encuentran depositadas las acciones, con los directivos de las empresas públicas, a través de las cuales se logra el control de las sociedades. En ciertas ocasiones los consejos de administración de estas empresas están compuestos por miembros del equipo directivo de la propia empresa y ejecutivos de las casas de bolsa o bancos.

b.- Clasificación de Berle y Means

En el año de 1934, los maestros de la Universidad de Columbia, Adolf Augustus Berle y Gardiner C. Means escribieron el libro intitulado "Las Corporaciones Modernas y la Propiedad Privada". (7) En este libro y con base en la experiencia empírica del análisis de las entonces 200 empresas no bancarias más grandes de los Estados Unidos, surge la teoría de la divergencia entre la propiedad y el control.

Estos autores sostienen que el crecimiento del capital social de las corporaciones ha venido acompañado de la dispersión de las acciones en que se divide el capital social. En el análisis realizado, los autores demuestran que de las compañías entonces más grandes en las áreas de ferrocarriles, servicios públicos e industriales, ninguna persona era tenedora de acciones que representaran el 1% o más del capital pagado. A través de diversas gráficas, la obra citada demuestra que entre más cuantioso es el capital, mayor es la dispersión accionaria. Dichos autores se cuestionaron sobre la forma en que esas enormes corporaciones eran controladas, ya que nadie tenía en ellas una posición mayoritaria.

Del estudio realizado, Berle y Means formularon la siguiente

7) Berle and Means "The Modern Corporation and Private Property". The Mac Millan Company. New York U.S.A. 1934.

te clasificación sobre las maneras que existen de controlar a las empresas públicas:

1. Control fundado sobre la propiedad casi total (quien posee el 51% o más de los derechos de voto).
2. Control de quien posee una amplia minoría del capital, estando el resto ampliamente disperso.
3. Control de quien posee una escasa minoría del capital y tiene una relación con los miembros del consejo de administración, consistente en que éstos utilizan de acuerdo con aquél, su influencia para obtener delegaciones de voto y así poder elegir a los directivos y a la administración de la sociedad.
4. Control de los administradores ("management control").

En adelante, analizaremos los distintos métodos de control a que se refieren Berle y Means.

En primer lugar existe el control simple que implica la posesión del 51% o más de los derechos de voto. Este control es absoluto en virtud de que los poseedores de la mayoría de los derechos de voto en las asambleas de accionistas (órganos societarios supremos) tendrán la facultad de adoptar las políticas a seguirse así como nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración. Al ser el consejo de administración el órgano ejecutivo de las polif-

ticas dictadas por las asambleas, quien tenga la facultad de designar a la mayoría de sus miembros tendrá el control.

Posteriormente, los autores citados hablan del control que detenta una amplia minoría. Señalan que era común que obtuviera el control el accionista que representara una amplia minoría de las acciones de una empresa en la cual el resto del capital se encontraba totalmente atomizado. Lo anterior se lograba ya que nadie tenía un porcentaje mayor a aquel del tenedor de una amplia minoría y éste formaba un núcleo alrededor del cual reunía a más accionistas minoritarios. Esto daba resultados según Berle y Means, en el caso de que el tenedor de la amplia minoría estuviera de acuerdo con la administración de la empresa. Cada año, al convocarse a la asamblea anual, la empresa ponía en marcha un mecanismo perfectamente diseñado a fin de lograr que los votos de los pequeños accionistas se unieran al tenedor de la amplia minoría. A través de este mecanismo, la empresa enviaba a cada socio una comunicación mediante la cual se ratificaba la convocatoria a la asamblea anual y se anexaba una carta poder con la indicación de que, si el accionista no podría asistir a tal asamblea, devolviera la carta debidamente firmada con el objeto de que ciertas personas determinadas hicieran uso del derecho de voto. Lo anterior funciona únicamente en el caso de que el accionista que detentaba una posición minoritaria de cierta relevancia estuviera de acuerdo con la administración, ya que, de lo

contrario, éste no tendría acceso al mecanismo para solicitar las cartas poder mediante las cuales se delegaba la facultad de voto y, de pretender poner en práctica una táctica similar, le representaría un costo sumamente elevado.

En el año de 1929 se presentó en los Estados Unidos el primero de estos casos donde la administración estuvo en desacuerdo con el accionista tenedor de una amplia minoría del capital social, el cual resumiremos a continuación ya que resulta sumamente ejemplificativo.(8)

John D. Rockefeller tenía la facultad de votar el 14.9% de las acciones de Standard Oil Company de Indiana, el resto de las acciones se encontraban dispersas entre el público inversionista. A través de los años, la familia Rockefeller había mantenido el control de esa empresa en virtud de la combinación que tenía con la administración de la sociedad, utilizando el mecanismo de obtención de cartas poder para votar las acciones en las asambleas de accionistas. En ese año, el Presidente del Consejo de Administración, Coronel Stewart, se vió involucrado en ciertas operaciones que fueron comentadas por haber sido poco éticas. En tal virtud, Rockefeller pidió a Stewart que renun-

8) El caso que se resume es citado en detalle por Berle y Means "The Modern Corporation and Private Property" Op. Cit. Pag. 68.

ciara al cargo de presidente del consejo de administración de Standard Oil Company de Indiana. Stewart se negó a renunciar y convocó a una asamblea de accionistas. Por una parte, Rockefeller perdió la posibilidad de utilizar el mecanismo corporativo para solicitar el apoyo de los accionistas a través de cartas poder. Por otra parte, Stewart obtuvo el apoyo del consejo de administración de la empresa así como de sus 16,000 empleados quienes, además, eran accionistas. Al mismo tiempo, el consejo de administración (órgano que estaba facultado en ese caso para ello) decretó un dividendo de 50 ctvs. de dólar por acción, lo cual benefició la reputación de Stewart frente a los accionistas. En vista de ésto, Rockefeller utilizó todos los medios a su alcance a fin de poner en marcha, a su costo, un sistema de obtención de cartas-poder. Una carta personal de Rockefeller así como los documentos necesarios para delegar el poder de voto fueron enviados a cada uno de los accionistas. Asimismo, Rockefeller utilizó su influencia sobre la comunidad a través de la publicación de anuncios en los periódicos y revistas. Al final de esta "guerra", Rockefeller logró reunir el 56% del total de votos, por lo cual mantuvo su posición controladora en la empresa.

Se considera este caso como excepcional ya que resultaría muy difícil que un accionista sin la influencia personal y los recursos de Rockefeller, pudiera conservar el control

sin el apoyo de la administración de la sociedad.

Por otra parte, Berles y Means hablan del control que detenta el "management", o sea los directivos de la sociedad. Este supuesto se dá en caso de que el capital de la empresa pública se encuentre totalmente pulverizado, es decir, que ningún accionista llegue a tener más de algunos puntos porcentuales del capital social. Aquí, los administradores de la sociedad no sienten presión alguna de grupos de accionistas ya que ninguno de ellos mantiene una posición significativa, ni siquiera una minoría representativa la cual podría servir de núcleo para unir a otros accionistas minoritarios, con lo cual se podría lograr el control.

Para los accionistas que son tenedores de paquetes realmente insignificantes del capital de una corporación, surgen tres alternativas en cuanto a las asambleas en que se eligen consejeros: (i) puede abstenerse de votar, (ii) asistir personalmente y a su costo a fin de votar sus acciones, o bien, (iii) otorgar poderes para que otra persona los represente. En ninguno de estos supuestos tienen el control los accionistas y, por tanto, no opera el principio de democracia en el capital social. En la mayoría de los casos, el accionista firma la carta-poder y la envía a la administración de la sociedad a fin de que un comité de votación ejercite sus derechos. En virtud de que el comité de votación es designado por los administradores, éstos pueden

perpetuarse en sus cargos. Lo anterior es lo que se ha denominado "control de la administración".

Este tipo de control por parte de la administración no encuentra sustento permanente, por lo cual es inseguro y puede ser impugnado. Algún accionista puede adquirir una mayor participación en el capital, o bien unirse a otros pequeños accionistas para enfrentarse a la administración. Generalmente esto sucede cuando las administraciones no producen los resultados esperados y se vuelven impopulares e indeseables para los accionistas. La sola inconformidad de algún accionista reconocido podría traer graves problemas al consejo, ya que al inconforme podrían unirse otros accionistas que exigieran la renuncia de la administración. En este supuesto habría una verdadera "guerra" entre los accionistas minoritarios y los administradores.

Otra forma de control que mencionan Berle y Means es la que se obtiene del acuerdo de dos o más accionistas minoritarios los cuales logran juntos una posición de importancia en el capital. Esta forma de control no constituye un dominio absoluto sobre la sociedad ya que se debe tomar en cuenta al resto de los accionistas a fin de adoptar resoluciones sobre la administración del negocio. Este tipo de control que se logra mediante la unión de dos o más grupos se ha denominado "control compartido".

Berle y Means reconocieron también que, a través de mecanismos legales especialmente diseñados, puede lograrse el control por parte de las personas que detentan paquetes insignificantes del capital social. En aquellas épocas destacaban los siguientes mecanismos:

1. La piramidación de inversiones a través de las cuales se controlaba la "holding" inicial y, por medio de "holdings" sucesivas, se lograba el control de las empresas operativas subsidiarias. A través de la piramidación de empresas controladoras, la participación del grupo mayoritario en el capital disminuye en cada escalón pero el control continúa en sus manos.
2. La creación de acciones preferentes de voto limitado, a las cuales no les correspondía el derecho de voto en la elección del consejo de administración.
3. La emisión de acciones a las cuales correspondían mas votos que a las demás, las cuales se encontraban en manos del grupo minoritario controlador. Por ejemplo el 90% del capital estaba formado por acciones especiales a las que correspondía un voto y, el 10% restante del capital se dividía en acciones ordinarias a las cuales correspondían 20 votos por cada acción. De esta manera, el 10% del capital controlaba a la sociedad.

4. Otro mecanismo que fue muy utilizado en aquella época fue el de constituir fideicomisos en los cuales se fideicomitía la mayoría de las acciones de cierta sociedad. Posteriormente, se vendían en la bolsa de valores los certificados que amparaban los derechos fideicomisarios. El derecho de voto lo ejercitaba un comité técnico que era nombrado por el "management". En este supuesto, los accionistas fundadores y los administradores controlaban la empresa con participaciones reducidas del capital.

Estos autores reconocen, por otro lado, las situaciones que se dan de manera fáctica y no de derecho, que otorgan el control de una sociedad a las personas que, por su posición, pueden ejercer influencia sobre los órganos de control.

Asimismo, los autores citados señalan que, en vista de que la dirección de las actividades de la sociedad así como la facultad de disponer del haber social corresponden a un consejo de administración, quien realmente mantiene el control sobre la empresa es el accionista o grupo de accionistas que tienen la facultad de designar a la mayoría de los miembros de ese órgano. La designación de la mayoría de los miembros del consejo de administración

puede no corresponder a los accionistas que detentan la mayoría del capital social, en virtud de diversos mecanismos creados a fin de garantizar que el control sea ejercido por cierto grupo de personas.

Como podemos apreciar, en los años treinta, Berle y Means fueron los primeros autores en percatarse de que en las corporaciones de grandes dimensiones sucedía un fenómeno mediante el cual se desligaba al capital del poder de decisión. La tesis de Berle y Means, como hemos visto, sostiene que entre más crece la sociedad, se diversifican las acciones y, por tanto, no existen grupos mayoritarios o controladores, correspondiendo el dominio a personas con porcentajes poco significativos del capital social, quienes mantienen una gran influencia sobre las empresas.

c.- Control Bancario

Otro tipo de control es el que ha surgido ultimamente y que detentan las instituciones bancarias y financieras. En los contratos de préstamo o crédito, las empresas deudoras hacen compromisos de tipo legal, financiero, fiscal y contable con estas instituciones, obligándose a cumplir dichos compromisos durante la vigencia de los contratos.

La ruptura o violación de cualquiera de esos compromisos

constituye una causa de vencimiento anticipado de los créditos. Por esto, las empresas deudoras tienen que vigilar cuidadosamente su situación legal, contable, financiera y fiscal a fin de no caer en uno de esos supuestos. En el caso de que la empresa necesite realizar algún acto que no se apegue estrictamente a lo pactado en el contrato, deberá solicitar al banco una exención al cumplimiento del compromiso respectivo. De esto se desprende que, ya que dichos contratos son tan amplios y cubren prácticamente cualquier situación, las instituciones citadas tienen control sobre la sociedad respectiva, durante la vigencia de los propios contratos.

d.- Control Negativo

En la práctica ha surgido el denominado "control negativo" de voto. Este tipo de dominio consiste en la facultad de bloquear o impedir la adopción de resoluciones por aquellos que representan la mayoría del capital. Este control de veto se logra mediante la elevación del quorum que habrá de reunirse para instalar y votar respecto de ciertos asuntos en las asambleas y en las sesiones del consejo de administración. Por otra parte, también pueden seleccionarse diversos asuntos a ser tratados en asambleas (tanto ordinaria como extraordinaria) en relación con los cuales se establece un quorum calificado. Por tanto, ciertos accionistas minoritarios tendrán siempre un control negativo

en cuanto a los asuntos en cuestión, ya que si éstos no asisten a la asamblea o asisten y emiten su voto en contra, al haberse elevado el quorum, se logra impedir la adopción de ciertas resoluciones.

C. Clasificación de los Accionistas de las Sociedades Públicas.

Resulta interesante estudiar la clasificación de los distintos tipos de accionistas, establecida por el profesor Zurita y Saenz de Navarrete.⁽⁹⁾ Este autor sostiene que se ha roto el principio de democracia en las sociedades mercantiles en virtud de dos fenómenos que se derivan de la pulverización de las acciones. Estos fenómenos son: el abstensionismo de los accionistas en las asambleas y, la delegación del voto en grupos de accionistas que de hecho detentan el control.

De acuerdo con este autor, los fenómenos citados se dan en virtud de que el capital de las sociedades públicas se ha ampliado de tal manera que ha permitido el acceso preponderantemente a dos tipos de accionistas: los inversionistas y los accionistas de control. El primer grupo se refiere a la gran masa de pequeños ahorradores que avisan la adquisición de acciones en la bolsa de valores como una inversión rentable, los cuales no tienen la menor intención de participar activamente en la administración de la empresa

9) Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición" Op. Cit. Pág. 5.

de la que son socios. El segundo grupo de accionistas es el que adquiere participaciones en el capital de las empresas públicas con el fin de involucrarse activamente en la administración de las mismas. La facultad de designar consejeros y, por tanto, participar en la administración, la obtiene el segundo grupo por las posiciones que los pequeños accionistas adoptan en las asambleas que, generalmente, se reducen a dos, o bien no asisten a las juntas en virtud de la deficiente publicidad de las convocatorias; del alejamiento geográfico del lugar en que se llevarán a cabo éstas, o de la falta de interés por la "incompetencia en materia financiera de muchos de ellos"; o delegan el derecho de voto precisamente en el grupo minoritario que detenta el control.

De lo anterior, puede concluirse que el control de las grandes sociedades públicas no lo detentan los accionistas tenedores de la mayoría del capital social, sino grupos financieros unidos a los directivos que, con una participación minoritaria de importancia, logran el control en virtud del absentismo de los pequeños accionistas a las asambleas así como de un adecuado sistema de delegación del derecho de voto.

D. El Control en la Legislación Mexicana.

En la legislación mexicana existen diversas disposiciones que reglamentan el control de los accionistas sobre las sociedades mercantiles. Dichas disposiciones varían de

acuerdo al objeto que persiga la sociedad y conforme a las actividades que ésta vaya a desempeñar.

A continuación analizaremos los diferentes ordenamientos jurídicos que se refieren al tema del control de las sociedades:

a.- Sociedades Anónimas Comunes.

Salvo por las excepciones a que nos referiremos a continuación, la Ley General de Sociedades Mercantiles señala que la asamblea general de accionistas es el órgano supremo de la sociedad el cual podrá acordar y ratificar todos los actos y operaciones de la propia sociedad, y sus resoluciones serán cumplidas por la persona que ella misma designe, o a falta de designación, por el administrador o por el consejo de administración.(10)

De lo anterior se desprende que, en principio, quien tenga la facultad para determinar las votaciones en las asambleas de accionistas será quien tenga el control de la sociedad. Del precepto señalado también resalta el hecho de que la asamblea de accionistas no tiene personalidad jurídica como tal para ejecutar sus acuerdos y que, para estos efectos, de-

10) Artículo 178 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

berá designar a la persona o personas que cumplan estos acuerdos.

Ahora bien, la legislación señala que "la representación de toda sociedad corresponderá a su administrador o administradores, quienes podrán realizar todas las operaciones inherentes al objeto de la sociedad, salvo lo que expresamente se establezca en la ley y en el contrato social".(11) Asimismo, la administración de las sociedades anónimas deberá estar a cargo de uno o varios mandatarios temporales y revocables y, en caso de que sean dos o más los administradores, constituirán un consejo de administración.(12)

Por regla general, las empresas que colocan sus acciones en la bolsa de valores, son administradas por un consejo, a fin de que todos los grupos significativos de accionistas estén debidamente representados. Ninguna empresa cotizada en bolsa es administrada por una sola persona ya que esto se podría prestar a abusos que irían en detrimento del mercado de valores.

11) Artículo 10 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

12) Artículos 142 y 143 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Como lo veremos en otro Capítulo de este trabajo, el accionista o grupo de accionistas que representen el 10% o más del capital social, tratándose de una empresa inscrita en bolsa, tendrán el derecho de designar a un miembro del consejo de administración.(13) Este derecho mínimo no puede vedarse en los estatutos sociales ya que la norma que lo otorga tiene carácter imperativo.

Ahora bien, las asambleas ordinarias deberán reunirse por lo menos una vez al año dentro de los cuatro meses siguientes a la clausura del ejercicio y tratarán, entre otros temas, el de la designación del consejo de administración.(14)

De todo lo expuesto se desprende que:

- 1) La asamblea de accionistas es el órgano supremo de la sociedad, la cual nombra al consejo de administración.
- 2) La asamblea de accionistas no tiene personalidad jurídica en sí, por lo cual deberá designar a una persona para que ejecute sus resolucio-

13) Artículo 144 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

14) Artículo 181 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

nes y, en caso de no existir esa designación, el consejo de administración lo realizará.

- 3) El consejo de administración tiene las más amplias facultades de representación, decisión y gestión de la sociedad.

Del anterior razonamiento se desprende que, en principio, el accionista o grupo de accionistas que tengan la facultad legal o estatutaria para nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración será el que detente el control de esa sociedad.

b. Sociedades Públicas

Se consideran como sociedades públicas o abiertas a aquellas empresas cuyas acciones se encuentran inscritas en la Sección Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y cuyo capital se encuentra colocado entre el gran público inversionista.

La Ley que Establece los Requisitos para la Venta al Público de Acciones de Sociedades Anónimas, (15) determina que se requerirá autorización previa del

15) Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 10. de febrero de 1940.

Ejecutivo Federal para realizar ofertas públicas de acciones. Este ordenamiento fue uno de los primeros en contener disposiciones relacionadas con el control de las empresas.

Asimismo, dicho ordenamiento establece⁽¹⁶⁾ que "las personas que controlen el funcionamiento de una sociedad anónima, ya sea que posean o no la mayoría de las acciones, tendrán obligación subsidiaria ilimitada frente a terceros, por los actos ilícitos imputables a la Compañía".

Comentando la Ley de 1940, Mantilla Molina⁽¹⁷⁾ señala que "... normalmente, la dirección de la sociedad (su control, como dice la Ley) corresponderá a quienes posean la mayoría de las acciones; pero en ocasiones bastará poseer una pequeña fracción del capital social para estar en posibilidad de decidir todos los asuntos pertinentes a la compañía, si habitualmente se abstienen de concurrir a las asambleas los accionista que podrán contrarrestar los votos de quienes, de hecho, se han apoderado del mando social. Por ello el artículo 13 de la Ley que se cita establece que la responsabilidad ilimitada y

-
- 16) Artículo 13 de la Ley que Establece los Requisitos para la Venta al Público de Acciones de Sociedades Anónimas.
- 17) Mantilla Molina Roberto "Derecho Mercantil". Editorial Porrúa S.A. México, D.F. 3a. Edición, 1956. Pg. 352

subsidiaria por los actos ilícitos de la compañía, corresponde a quienes en realidad la manejan, "posean o no la mayoría de las acciones".

Por otro lado, Rodríguez y Rodríguez, (18) comentando la propia Ley, señala que "...La responsabilidad puede recaer sobre un accionista, si tiene el control de hecho de la Sociedad. No depende de su consideración de accionista mayoritario, porque ello hubiera sido un formulismo ajeno a la realidad de la práctica de las sociedades anónimas. Lo que nos dice la Ley es lo que se entiende por "controlar el funcionamiento de una sociedad". La exposición de motivos advierte que "es mejor dejar esa definición a la autoridad judicial..." dada la variedad de situaciones que podrán presentarse". Ello es cierto: piénsese en las situaciones de las "Trust" y "Holding companies", de la simple tenencia de una mayoría relativa, pero compacta, frente a un desmenzamiento amorfo de las tenencias de las demás acciones; de un depositario de acciones ajenas pero con derecho a votar, etc..."

Como podemos apreciar de lo anterior, la Ley de 1940 estableció la distinción entre la tenencia mayorita-

18) Rodríguez y Rodríguez Joaquín. "Tratado de Sociedades Mercantiles". Editorial Porrúa, S.A. México, D.F. 5a. Edición, 1977. Tomo I pg. 334.

ría de las acciones de una sociedad y su control, fijándole responsabilidad ilimitada a quienes tengan en sus manos el control. Asimismo, la Legislación ha impuesto a las sociedades públicas ciertos requisitos especiales tendientes a proteger los intereses del público que invierte parte de su patrimonio en éstas. Por tanto, dichas sociedades se sujetan a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores.

c. Sociedades Controladoras

La legislación mexicana ha ido incorporando diversos preceptos en relación con las sociedades controladoras o "holdings".

Las sociedades controladoras surgieron en nuestro país cuando una sociedad explotaba cierta industria y a ésta se fueron añadiendo actividades subsidiarias y colaterales las cuales, por ventajas de tipo técnico, administrativo, fiscal y legal, convino separar como empresas autónomas.

Esto fue posible ya que en la legislación mexicana no existe prohibición alguna al respecto, la Ley General de Sociedades Mercantiles⁽¹⁹⁾ establece que

19) Artículo 6o. fracción V de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

las personas físicas y morales pueden constituir sociedades.

1.- Concepto de Sociedad Controladora

Con el tiempo, surgió la distinción entre las sociedades controladoras puras y las sociedades controladoras mixtas o impuras. Las primeras tienen como objeto principal y único el invertir sus recursos en acciones de otras empresas a las cuales dominan; su finalidad es lograr tener la facultad de determinar el manejo de sus subsidiarias. Las segundas, por su parte, son sociedades que conservan su función u objeto principal el cual puede ser industrial, comercial o de servicios, e invierten partes importantes de su activo en acciones o participaciones de otras compañías a las que, por lo general, también controlan.

De lo anterior, se deduce que el hecho de que una sociedad detente acciones de otra, no es suficiente para que se le considere como controladora en el sentido estricto de la palabra. Las inversiones que realizan las sociedades controladoras en acciones de otras sociedades, tienen la finalidad de obtener el dominio de éstas, es decir, la facultad de nombrar a la mayoría de sus órganos administrativos. Por tanto, las sociedades controladoras asumen la dirección

y administración de las sociedades controladas.

La Ley del Mercado de Valores ha definido a estos dos tipos de sociedades controladoras.

Por una parte, encontramos la definición de las sociedades controladoras impuras, las cuales son, de acuerdo a dicho ordenamiento, las que "dentro de sus actividades realicen inversiones en el capital de otras sociedades, si como mínimo el 20% de sus ingresos tienen origen en tales inversiones durante el ejercicio social correspondiente al año anterior o a aquel en que pretendan obtener o mantener el registro (en la Sección Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios), independientemente del número de acciones o partes sociales de que sean titulares o de que tengan la facultad de determinar el manejo de la sociedad correspondiente".(20)

El criterio expuesto indica que si una sociedad obtiene el 20% o más de sus ingresos de las inversiones que ha realizado en otras sociedades, debe considerarsele como una empresa controladora irregular ya que de lo contrario, de ser una sociedad ordinaria, obtendría ingresos superiores de la

20) Artículo 14 fracción V inciso a) de la Ley del Mercado de Valores.

explotación de su propia industria, siendo accesoria la inversión en acciones.

Por otra parte, el ordenamiento invocado define también a las sociedades controladoras puras como "aquellas que realizan como actividad exclusiva o concurrente la inversión en acciones o partes sociales de otras sociedades que les permita, directa o indirectamente, ser titulares del 50% o más del capital de dichas sociedades o que por cualquier título tengan la facultad de determinar el manejo de las mismas, siempre que dicha inversión sea igual o superior al 20% del capital pagado y de las reservas de la controladora"(21)

Como puede apreciarse, las sociedades controladoras, por su naturaleza, siempre tienen el control, a través de la tenencia accionaria o de otra manera, de las sociedades subsidiarias.

Ahora bien, en vista de los abusos de que fueron objeto los accionistas minoritarios de las empresas controladas públicas, la Comisión Nacional de Valores decidió establecer una serie de medidas tendientes a proteger a éstos.

21) Artículo 14 fracción V inciso b) de la Ley del Mercado de Valores.

Dentro de los problemas más graves que detectó la citada dependencia en relación con las "holdings", se encuentran los siguientes: (22)

- 1) La pirimidación o cruzamiento de los capitales de las empresas controladoras con las controladas. Esto se refiere a la adquisición de acciones representativas del capital de la controladora, por la controlada, lo cual causa la elevación irreal del monto del capital social ya que las acciones no se pagan y todo acaba realizandose a través de movimientos contables.

A fin de evitar esta pirimidación de capital que atenta contra los intereses del público inversionista, la Comisión Nacional de Valores exige como requisito indispensable para inscribir las acciones de las controladoras en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que dichas sociedades prohiban en sus estatutos el que las sociedades controladas adquieran acciones de éstas.

-
- 22) A mayor abundamiento en relación con este tema debe consultarse el artículo "Normas Protectoras de minorías de Accionistas en Sociedades Controladoras o "Holdings". Memoria de la Comisión Legal de la IV Conferencia Interamericana de Comisiones de Valores y Organismos Similares. Comisión Nacional de Valores. México, D.F. 1979.

11) También surgen problemas al colocarse entre el público las acciones tanto de la controlada como de la controladora, en virtud de que la apertura del capital es realmente nominal más no real. Al vender el paquete minoritario de la sociedad controlada al público, la controladora se hace de recursos conservando al mismo tiempo el control.

2.- Información que deberán divulgar las Controladoras.

Se han presentado problemas de información respecto de las sociedades controlada y controladora. Por esto, y a fin de que los accionistas minoritarios de las empresas controladoras estén al tanto de la situación financiera de éstas, se ha dispuesto que quince días antes de las asambleas ordinarias anuales de accionistas, se pongan a su disposición los estados financieros tanto de la controladora como de las empresas controladas por ésta.

La Comisión Nacional de Valores obliga a las empresas controladoras impuras a presentar los estados de situación financiera de las empre-

sas controladas, dictaminados por contador público independiente registrado ante la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (23)

Por otra parte, a las controladoras puras se les exige la presentación, además de los estados financieros de las empresas subsidiarias, los estados consolidados de la sociedad controladora. Asimismo, tendrá la controladora la obligación de publicar ambos. (24)

Con la finalidad de que la Comisión Nacional de Valores esté en posibilidades de salvaguar-

-
- 23) Circular 11-10 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 18 de enero de 1984, referente a las Disposiciones aplicables al Reconocimiento de los Efectos de la Inflación en la Información Financiera de las Sociedades cuyos títulos se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores Intermediarios.
- 24) Aún cuando la Circular citada en la nota 23 anterior no indica el plazo ni el lugar en el cual deberán publicarse los estados financieros, resulta aplicable supletoriamente lo dispuesto en el artículo 177 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, el cual indica que "quince días después de la fecha de la asamblea general de accionistas que haya aprobado el informe a que se refiere el enunciado general del artículo 172, deberán mandarse publicar los estados financieros, juntamente con sus notas y el dictámen del comisario, en el periódico oficial de la entidad en que tenga su domicilio la sociedad, o, si se trata de sociedades que tengan oficinas o dependencias en varias entidades, en el Diario Oficial de la Federación."

dar los derechos del público inversionista, ha dispuesto que las empresas públicas le proporcionen, entre otra, la siguiente información, en los plazos que a continuación se señalan:

i) Información Anual

El día hábil siguiente, o cuando se trate de emisoras con domicilio fuera del Distrito Federal, a más tardar el tercer día hábil siguiente a la fecha de la celebración de la asamblea ordinaria anual:

Una relación de inversiones en acciones, obligaciones y otros valores, haciendo la separación de las inversiones en subsidiarias y asociadas, la cual deberá incluir, entre otras cosas, el porcentaje de tenencia en relación con el capital pagado de la sociedad emisora de los valores respectivos y el precio unitario actualizado de dichos valores.

ii) Información Trimestral

Inversiones en subsidiarias y asociadas. La emisora deberá consignar una relación de sus inversiones en acciones de otras sociedades, haciendo la separación correspondiente por sus

tenencias y anotando los nombres relativos.

111) Información Privilegiada

En este sentido y no obstante que el tema de la información privilegiada será tratado ampliamente en otro capítulo de este trabajo, conviene destacar que la Ley del Mercado de Valores⁽²⁵⁾ dispone que quedan incluidos en los supuestos de personas con acceso a información privilegiada, entre otros, los accionistas de las sociedades emisoras que detenten el control del 10% o más de las acciones representativas de su capital social. En vista de este precepto, las empresas controladoras pura e impuras, se encuentran expresamente sujetas, en cuanto a las controladas, al régimen de la información privilegiada. La regla anterior presupone que puede existir control cuando una persona es tenedora del 10% o más de las acciones de una emisora.

Estas sociedades controladoras tendrán la obligación complementaria de informar a la

25) Artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores.

Comisión Nacional de Valores sobre las operaciones que realicen con valores emitidos por la sociedad a la que se encuentran vinculados, así como sobre las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida del control de acciones que representen 10% o más del capital de la sociedad respectiva.(26) Dicha información deberá ser proporcionada a la Comisión Nacional de Valores por escrito y en el plazo de diez días hábiles siguientes a la fecha en que se produzcan tales eventos.(27)

Aunado a lo anterior, la multicitada autoridad considera dentro de los supuestos de información privilegiada, entre otros, los siguientes(28):

-
- 26) Artículo 16 bis fracción III de la Ley del Mercado de Valores.
 - 27) Ultimo párrafo de la Disposición Séptima contenida en la Circular 11-11 emitida por la Comisión Nacional de Valores el 18 de diciembre de 1984.
 - 28) Circular 11-12 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 18 de diciembre de 1984, referente a los Criterios Generales de Información Privilegiada.

- Adquisiciones o enajenaciones de acciones de otras sociedades, mediante uno o varios actos de cualquier naturaleza, simultáneos o sucesivos, cuyo importe sea igual o superior al 20% del capital pagado y reservas de la sociedad emisora, celebrados en un mismo ejercicio social, o bien que impliquen perder la facultad de determinar el manejo de cualquiera de las cinco subsidiarias más importantes, considerando el porcentaje del capital pagado y reservas de la sociedad emisora invertido en ellas y el porcentaje del capital social que detente en cada una de tales subsidiarias.

- Hechos y actos extraordinarios de las subsidiarias más importantes, considerando el porcentaje del capital pagado y reservas de la sociedad emisora invertido en ellas y el porcentaje del capital social que detente en cada una de tales subsidiarias, cuando la sociedad emisora sea o se convierta en emisora.

Por lo anterior, cuando la sociedad controla-

dora tenga acceso a información en relación con los supuestos aludidos, deberá de abstenerse de efectuar operaciones con los valores emitidos por la sociedad, en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista. De realizar operaciones en contravención con lo anterior, éstas estarán afectadas de nulidad relativa y, en dado caso, puede exigirse al culpable el pago de los daños y perjuicios que cause su celebración. Asimismo, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público tiene facultades para multar al infractor por una suma equivalente a hasta dos veces el beneficio obtenido.(29) Como lo analizaremos más adelante, la legislación mexicana en materia de información privilegiada resulta deficiente en cuanto a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, en los casos de transmisiones del control.

Por otra parte, la autoridad obliga a las empresas controladoras a establecer en sus esta-

29) Artículo 16 bis fracción IV incisos a y b de la Ley del Mercado de Valores.

tutos que en las asambleas ordinarias anuales deberán "informar sobre el balance general y el correspondiente estado de resultados de la sociedad o sociedades de que sea titular de la mayoría de las acciones, cuando el valor de adquisición total en cada una de ellas, haya excedido del 20% del capital contable (de la sociedad controladora), al cierre de su ejercicio social".

3) Transferencia de acciones de las Sociedades Controladoras.

En virtud de que las sociedades controladoras puras no tienen una actividad industrial, comercial o de servicios, más que la de ser tenedoras de acciones, cualquier adquisición o transferencia de acciones de las sociedades controladas podría tener efectos importantes en sus finanzas. Por tanto, la Comisión Nacional de Valores ha establecido ciertas reglas que permiten a los accionistas minoritarios estar enterados de la adquisición o enajenación de partes importantes de acciones que conforman la cartera de las controladoras.

En este sentido, la autoridad señalada ha determinado que, a fin de salvaguardar los derechos de las minorías, en los estatutos de las

empresas controladoras puras deberá establecerse que el consejo de administración requerirá la autorización previa de la asamblea general ordinaria de accionistas para "aprobar, en todo caso, la adquisición o enajenación de acciones en los siguientes casos:

- i) Cuando el valor de adquisición de acciones de otra sociedad, por virtud de una adquisición o por la suma de varias anteriores, exceda, dentro de un período de doce meses, del 20% del valor del capital contable, según el último balance dictaminado de la sociedad controladora.

- ii) Cuando el valor de enajenación de acciones de otra sociedad exceda, por virtud de una o varias ventas anteriores, dentro de un período de doce meses, del 20% del valor del capital contable, según el último balance dictaminado de la sociedad controladora".

La misma regla es aplicable a los estatutos sociales de las empresas controladoras impuras pero, aunado a lo anterior, deberá también establecerse que el consejo requerirá la aprobación previa de la asamblea ordinaria cuando la venta o enajenación de acciones implique,

por virtud de una o varias enajenaciones anteriores, la pérdida del control de la sociedad a la que pertenezcan las acciones y cuyo principal objeto sea uno de los principales rubros de explotación de la emisora, que se identifiquen con el objeto industrial de la controladora "impura".

A través de la inclusión de los párrafos anteriores en los estatutos de las sociedades controladoras, se da la oportunidad a los accionistas de éstas, de estar informados sobre las adquisiciones y ventas de acciones o partes sociales que resulten significativas en relación con su capital contable. En las asambleas ordinarias que se reúnan a fin de tratar estos temas, los accionistas mayoritarios o controladores deberán exponer las razones por las cuales es conveniente comprar o vender las acciones de una empresa controlada. Los accionistas minoritarios tendrán derecho a cuestionar la operación relativa y, en su caso, oponerse a la resolución que se adopte. De tal suerte, las reglas expuestas logran su objetivo en el sentido de que los accionistas minoritarios estén debidamente informados so-

bre la gestión de asuntos importantes, dándose a éstos la posibilidad de participar, aún cuando limitadamente, en la toma de decisiones.

Como se propondrá a lo largo del presente trabajo, las reglas de información que debe divulgarse a los accionistas minoritarios, deberían de ser aplicables también a otras empresas públicas y no solo a las controladoras, en los casos en que éstas deseen adquirir participaciones importantes del capital de otras sociedades, o bien de las sociedades que se encuentran en negociaciones de venta de paquetes importantes de sus acciones.

4.- Tratamiento Fiscal de las Controladoras

La Ley del Impuesto Sobre la Renta dá un tratamiento fiscal especial a las sociedades controladoras. De acuerdo a dicho ordenamiento⁽³⁰⁾, son sociedades controladoras las que reúnen los siguientes requisitos:

- i) que sean residentes en México;
- ii) que sean propietarias de más del 50% de las

30) Artículo 57A de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

acciones con derecho a voto de otra u otras sociedades controladas, inclusive cuando dicha propiedad se tenga por conducto de otras sociedades que a su vez sean controladas por la misma controladora, y

- iii) Que en ningún caso más del 50% de sus acciones con derecho a voto sean propiedad de una u otras sociedades; para estos efectos no se computarán sus acciones que se coloquen entre el gran público inversionista de conformidad con las reglas generales que al efecto dicte la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Por otra parte, la Ley antes citada⁽³¹⁾ establece el concepto de sociedades controladas, las cuales son:

- i) Aquellas cuyas acciones con derecho a voto sean poseídas en más del 50%, ya sea en forma directa o indirecta, por una sociedad controladora.
- ii) Aquellas en las que la sociedad controladora o cualquiera de las controladas, tenga hasta el 50% de sus acciones con derecho a voto y ejerzan control efectivo de la misma.

Se entiende que existe control efectivo, cuando:

31) Artículo 57C de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

- i) Las actividades mercantiles de la sociedad de que se trate se realizan preponderantemente con la sociedad controladora o las controladas.
- ii) La controladora o las controladas tengan junto con otras personas físicas o morales vinculadas con ellas, una participación superior al 50% en las acciones con derecho a voto de la sociedad de que se trate.
- iii) Cuando la controladora o las controladas tengan una inversión en la sociedad de que se trate, de tal magnitud que de hecho les permita ejercer una influencia preponderante en las operaciones de la empresa.

La legislación⁽³²⁾ también establece que las instituciones de crédito, de seguros, las organizaciones auxiliares de crédito, las sociedades de inversión y las casas de bolsa no se considerarán, para efectos fiscales, como controladoras o controladas.

De lo anterior se desprende que, a las sociedades controladas y controladoras, les derivan una serie de obligaciones y derechos de carácter fiscal, diferentes de los que tienen

32) Artículo 57D de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

el resto de las empresas.

Como puede apreciarse, tanto a las empresas controladoras como a las controladas se ha impuesto una serie de requisitos especiales tendientes a proteger al público que invierte sus recursos en éstas. Por tanto, ambas sociedades están sujetas a una reglamentación especial que pretende garantizar que la información en relación con éstas sea proporcionada a todos los accionistas. Asimismo, se otorga a dichos accionistas la facultad de participar en ciertas decisiones que comprometen el patrimonio de las propias sociedades.

d. Empresas de Participación Estatal Mayoritaria

Son empresas de participación estatal mayoritaria: (33)

1. Las sociedades nacionales de crédito.
2. Las sociedades de cualquier otra naturaleza incluyendo las organizaciones auxiliares nacionales de crédito; así como las instituciones nacionales de seguros y fianzas en que:
 - 1) El Gobierno Federal o una o más entidades paraestatales, conjunta o separadamente, aporten o sean propietarios de más del 50% del capital social;

33) Artículo 46 de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, reformada mediante Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 14 de mayo de 1986.

ii) En la constitución de su capital se hagan figurar títulos representativos del capital social de serie especial que solo puedan ser suscritos por el Gobierno Federal, o

iii) Que al Gobierno Federal corresponda la facultad de nombrar a la mayoría de los miembros del órgano de gobierno o su equivalente, o bien designar al presidente o director general, o cuando tenga la facultad de vetar los acuerdos del propio órgano del gobierno.

Como puede observarse, en las empresas de participación estatal mayoritaria, el gobierno u otras entidades del sector público siempre tienen la facultad de determinar el manejo de éstas, ya sea por medio de la tenencia de la mayoría del capital, de facultades especiales para nombrar a los administradores o directivos o bien, haciendo uso de derechos de veto.

En cuanto a estas empresas de participación estatal mayoritaria, la legislación dispone que "los integrantes del órgano de gobierno que representen la participación de la Administración Pública Federal, ... serán designados por el titular del Ejecutivo Federal, directamente a través de la Coordinadora de Sector. Deberán constituir en todo tiempo más de la mitad de los miembros del consejo, y serán servido-

res públicos de la Administración Pública Federal o personas de reconocida calidad moral o prestigio, con experiencia respecto a las actividades propias de la empresa de que se trate". (34)

Por otra parte, en cuanto al quórum de asistencia y votación del consejo de administración, se señala que "deberá sesionar válidamente con la asistencia de por lo menos la mitad mas uno de sus miembros y siempre que la mayoría de los asistentes sean representantes de la participación del Gobierno Federal o de las entidades respectivas". (35)

De lo anterior, puede concluirse que el control de las sociedades de participación estatal mayoritaria lo detenta siempre el Gobierno Federal, ya que tiene la facultad de nombrar a la mayoría de los administradores y solo habrá quórum en las asambleas y consejos de administración, cuando la mayoría de los presentes sean representantes del gobierno.

e. Sociedades con Inversión Extranjera

La Ley par Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera determina que se considera inversión

34) Artículo 34 de la Ley Federal de Entidades Paraestatales.

35) Artículo 35 de la Ley Federal de Entidades Paraestatales.

extranjera la que realicen:

- I. Personas morales extranjeras;
- II. Personas físicas extranjeras;
- III. Unidades económicas extranjeras sin personalidad jurídica; y
- IV. Empresas mexicanas en las que participe mayoritariamente capital extranjero o en las que los extranjeros tengan, por cualquier título, la facultad de determinar el manejo de la empresa. (36)

Como lo señala el Dr. Jorge Barrera Graf, (37) la fracción IV del precepto antes mencionado asemeja la figura de control a la tenencia de la mayoría del capital social o a la facultad de determinar, por cualquier título, el manejo de la empresa. La frase "por cualquier título" posibilita una interpretación sumamente extensa de la disposición citada, ya que la facultad de determinar el manejo de la empresa puede provenir de muy diversos pactos o convenios como pueden ser: a) contratos de transferencia de tecnología o de uso y explotación de patentes y marcas a través de los cuales se pacte la exclusividad o la no competencia. En estos contratos, tam-

36) Artículo 2o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.
37) Barrera Graf Jorge. "Diccionario Jurídico Mexicano" Op Cit. pg. 319.

bién suelen otorgarse al prestador extranjero diversas facultades de inspección y vigilancia; b) "pres-tanombres" nacionales que representen ocultamente los intereses extranjeros y, c) pactos mediante los cuales los socios mexicanos comprometen su derecho de voto.

Al efecto, el tratadista Jorge Barrera Graf, comentando el ordenamiento que nos ocupa, sostiene que "... título es sinónimo de causa, de negocio jurídico; es decir, un acto unilateral, o un acuerdo, o un convenio, una cláusula contractual o estatutaria que atribuye al extranjero la facultad de determinar el manejo de la empresa..."(38)

Gómez Palacio y Gutiérrez Zamora señala en relación con este asunto que "la frase por cualquier título debe ser interpretada en el sentido de que prohíbe cualquier tipo de control, ya sea que éste se ejerza a través del derecho de voto, mediante estipulación contractual o por cualquier otro procedimiento. El control a través de presión comercial (sin el uso de documentos legales o entendimientos por escrito) se aproxima mucho a ser un caso de frontera, cuya resolución no es obvia. Lo mismo puede comentarse del

38) Barrera Graf, Jorge. "Inversiones Extranjeras". Editorial Porrúa, S.A. México, D.F. 1975. Pg. 43.

caso del control operativo que una persona física extranjera puede tener, debido a su posición y facultades en la administración de una empresa mexicana. El control negativo del voto es ciertamente una posición de menor poder que el control positivo, pero que sin embargo, no deja de ser un medio de ejercitar un control parcial. El Poder Judicial determinará en cada caso si dicho control negativo se prohíbe o no a la inversión extranjera."(39)

La actividad de los testaferros o "prestanombres" a través de la cual pueden lograr el control los extranjeros, puede ser severamente castigada, ya que el ordenamiento citado dispone que "se sancionará con prisión hasta de nueve años y multa hasta de \$50,000.00, a quien simule cualquier acto que permita el goce o la disposición de hecho, por parte de extranjeros, de bienes o derechos reservados a los mexicanos."(40)

Los pactos comprometiendo los derechos de voto de las acciones con extranjeros, también se encuadran

-
- 39) Gómez Palacio y Gutiérrez Zamora, Ignacio. "Análisis de la Ley de Inversiones Extranjeras en México". México, D.F. 1974. Pg. 50.
- 40) Artículo 31 de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.

dentro del supuesto a que alude el artículo mencionado ya que se les está dando a los inversionistas extranjeros la facultad de determinar el manejo de la empresa a través de la abstención en las votaciones o la votación asegurada para dichos extranjeros. Aunado a lo anterior, la Ley General de Sociedades Mercantiles establece que "es nulo todo convenio que restrinja la libertad de voto de los accionistas" (41), por lo cual ese pacto no tendría efectos.

Por otra parte, la Ley de Inversiones Extranjeras dispone que "la participación de la inversión extranjera en los órganos de administración de la empresa, no podrá exceder de su participación en el capital."(42) En virtud de que, por regla general establecida en el ordenamiento citado, la inversión extranjera deberá ser siempre minoritaria, los extranjeros no deben en ningún caso tener la facultad de designar a más miembros del consejo de adminis-

41) Artículo 198 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

42) Artículo 5o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.

tración que los que corresponden a su participación en el capital.

Por lo anterior, es nuestra opinión que en las asambleas de accionistas en que se designe al consejo de administración, los accionistas extranjeros deberán identificar a las personas por quienes estén votando, a fin de verificar el exacto cumplimiento del precepto citado.

El capítulo II de la Ley de Inversiones Extranjeras se denomina "De la adquisición de empresas establecidas o del control sobre ellas".

Al respecto, dicho capítulo señala que se requerirá la autorización de la Secretaría de Estado que corresponda según la rama de actividad económica de que se trate, cuando uno o varios de los considerados por la Ley como inversionistas extranjeros, en uno o varios actos o sucesión de actos, adquiriera o adquieran más del 25% del capital o más del 49% de los activos fijos de una empresa.⁽⁴³⁾ El ordenamiento citado preve entonces que si el extranjero

43) Artículo 8o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.

adquiere más del 25% del capital de una empresa, este puede fácilmente lograr el control a través de diversos mecanismos.

Por otra parte, la Ley de Inversiones Extranjeras considera que tiene el control de una sociedad la persona o grupo de personas sobre las que recaiga la administración o por las que se tiene, por cualquier título, la facultad de determinar el manejo de la empresa.

Un claro ejemplo de lo anterior resulta de la legislación en materia de minería. En relación con estas actividades, se condiciona la participación de la inversión extranjera en la siguiente forma:

- 1) En el caso de explotación y aprovechamiento de sustancias sujetas a concesiones especiales para la explotación de reservas minerales nacionales, la inversión extranjera no podrá exceder de 34% del capital social.
- 2) En el supuesto de explotación y aprovechamiento de sustancias sujetas a concesión ordinaria, la participación extranjera podrá ascender al 49% del capital social.(44)

44) Artículo 3o. de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.

Ahora bien, en cuanto al supuesto a que se refiere el inciso 1) anterior, la legislación aplicable en materia de minería (45) establece que cuando el Ejecutivo Federal considere que sean necesarias para el desarrollo del país, podrá constituir empresas de participación estatal mayoritaria para la explotación minera, en las cuales el capital estará integrado por tres series diferentes:

1. La serie "A" compuesta por acciones que sólo podrán ser suscritas por el Gobierno Federal y que representarán en todo caso, el 51% o más del capital.
2. La serie "B" compuesta por acciones que podrán ser suscritas por mexicanos, ejidos y comunidades agrarias y sociedades mexicanas cuyo capital esté suscrito por mexicanos en cuando menos 66%.
3. La Serie "C", que no podrá exceder del 34% del capital social, que podrá ser suscrita por el público, a excepción de soberanos, estados o gobiernos extranjeros.

45) Ley Reglamentaria del Artículo 27 Constitucional en Materia Minera publicada en el Diario Oficial de la Federación el 22 de diciembre de 1975.

Asimismo, se establece que en el consejo de administración de las sociedades que se dediquen a la minería, la mayoría de sus miembros, incluidos el presidente, consejeros, delegados o vocales ejecutivos o personas con funciones equivalentes, cualesquiera que sea la denominación con que se les designe, deberán ser de nacionalidad mexicana. Los directivos o gerentes generales de la sociedad igualmente deberán ser de nacionalidad mexicana. De esta materia se desprende uno de los casos en los que el gobierno federal, al tener forzosamente el 51% o más del capital social, intentará el control absoluto de la sociedad. Esto comprueba que la legislación, reconociendo las situaciones de las sociedades que se dan de hecho, no únicamente regula la tenencia accionaria de las sociedades sino también la forma de designación de los órganos administradores.

Por otra parte, en caso de que un grupo de mexicanos constituyera una sociedad para la explotación de recursos mineros, éstos tendrían, por disposición de la ley, el control absoluto ya que el 64% o el 51% del capital, dependiendo del caso, así como la administración de la sociedad, estaría en sus manos.

De lo anterior, puede concluirse que el espíritu de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera contempla que, salvo por los casos excepcionales que prevé dicho ordenamiento, ningún extranjero deberá

tener el control de sociedades mexicanas.

f. Casas de Bolsa

1. Control de las Casas de Bolsa

La Ley del Mercado de Valores regula las actividades de las casas de bolsa, las cuales son sociedades anónimas facultadas por dicha ley para realizar habitualmente operaciones de intermediación en el mercado de valores. La legislación aplicable fue reformada mediante decreto de 23 de diciembre de 1980, publicado en el Diario Oficial de la Federación del 30 de diciembre del mismo año. Las reformas aludidas pretendieron imponer estrictos controles sobre las adquisiciones de porcentajes importantes del capital social de esos intermediarios. Asimismo, se plasmó el principio de diversificación del capital social de las casas de bolsa. Dentro de esas reformas se propuso "establecer en la Ley, al igual que en las sociedades de inversión, el requisito de autorización previa para adquirir el control del 10% o más de las acciones representativas del capital social de los agentes de valores que tengan el carácter de persona moral, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas".(46)

Lo anterior quedó establecido en el ordenamiento

46) Exposición de Motivos de las reformas y adiciones a la Ley de Sociedades de Inversión y del Mercado de Valores, del año de 1980.

antes señalado, (47) estableciéndose que la Comisión Nacional de Valores otorgará o negará, con completa discrecionalidad, la autorización para que una persona adquiriera el control de más del 10% del capital social de una casa de bolsa.

Asimismo, se dispone que ninguna persona física o moral podrá ser propietaria, directa o indirectamente, del 15% o más del capital social de una casa de bolsa, excepción hecha de los siguientes supuestos:

- i) La adquisición de acciones por el Gobierno Federal.
- ii) Los accionistas de casas de bolsa fusionantes o fusionadas.
- iii) Las personas que adquirieran acciones conforme a lo previsto en programas aprobados por la Comisión conducentes a la fusión de casas de bolsa, a quienes podrá autorizárseles temporalmente, por un plazo no mayor de 5 años, una participación hasta del 30% del capital social.

Por otra parte, y en virtud de que no podían apli-

47) Artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores.

carse retroactivamente las reformas, se exigió a los tenedores de acciones representativas de más del 15% del capital social de una casa de bolsa, la obtención de un certificado de la Comisión Nacional de Valores en que se indicara ese porcentaje. Lo anterior con el fin de identificar a las personas que, en ese entonces, eran tenedoras de paquetes accionarios superiores al 15% del capital social.

En el mes de marzo de 1980 aparecieron publicadas en el Diario Oficial de la Federación una serie de reglas para la adquisición de acciones representativas de partes importantes del capital de las casas de bolsa.

En los considerandos de dichas reglas puede analizarse la fundamentación lógica de la incorporación de ese precepto en el ordenamiento citado, dentro de lo que se destaca lo siguiente:

- i) que la ley pretende que los intermediarios estén debidamente calificados y controlados a fin de que las transacciones que realicen cuenten con expedición, economía y seguridad;
- ii) que las casas de bolsa manejen recursos cada

vez más cuantiosos del público inversionista, y por tanto, su funcionamiento, estructura y solidez económica son cada vez de mayor interés para el público;

- iii) que se requiere un mayor conocimiento y control por parte de la autoridad respecto de las personas que manejan las casas de bolsa con el propósito de evitar violaciones a las disposiciones legales;
- iv) que la autoridad tiene que evitar que estas sociedades queden en manos de personas no calificadas para los negocios que llevan a cabo, y
- v) que se necesitaba una medida oportuna y congruente con los aspectos relativos al control de las acciones de casas de bolsa representativas de partes importantes de su capital, por lo cual se establece la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores para las transferencias del 10% o más de dicho capital.

Ahora bien, el artículo Cuarto Transitorio del Decreto de Reformas mencionado dispone que las personas que al entrar en vigor la reforma fueran propietarias del 15% o más del capital social de una

casa de bolsa no podrían, por ningún título, aumentar su participación, pero si conservarla en los aumentos de capital.

Esta regla resulta aplicable en virtud de que, como hemos visto, la reforma al artículo 19 del ordenamiento aludido no podría, por disposición constitucional, tener efectos retroactivos en el sentido de que los accionistas de casas de bolsa se vieran forzados a reducir sus participaciones a menos del 15%.

Por otra parte, la Ley del Mercado de Valores ha sido adicionada⁽⁴⁸⁾ a fin de contemplar la posibilidad de la inscripción de acciones representativas del capital social de las casas de bolsa en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

A raíz de esta adición, la Comisión Nacional de Valores expidió la Circular 10-87⁽⁴⁹⁾ mediante la cual se establece una serie de disposiciones en relación con la inscripción de las acciones de casas

48) Adiciones al Artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores, mediante Decreto de 19 de diciembre de 1985, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 27 de diciembre del mismo año.

49) Expedida el 19 de febrero de 1986.

de bolsa en el Registro antes citado.

Las disposiciones señaladas establecen, en síntesis, que los estatutos de las casas de bolsa que deseen inscribir sus acciones en el Registro, deberán ser reformados a fin de contemplar, entre otros supuestos, los siguientes:

- i) que los accionistas que tienen a su cargo la administración y manejo de la casa de bolsa deberán quedar identificados, y
- ii) que cualquier transmisión de las acciones de la casa de bolsa por dichos administradores, así como la designación de la persona o personas interesadas en adquirirlas, sean aprobadas por el consejo de administración, cuya resolución estará condicionada a la autorización de la Comisión Nacional de Valores.

En mi opinión, este es un claro ejemplo de sobre regulación por parte de la autoridad administrativa. Me parece que es realmente absurdo que las personas que tengan a su cargo la administración y manejo de la casa de bolsa necesiten permiso del consejo para vender alguna parte de sus acciones. En todo caso, debió haberse establecido que la autorización únicamente sería necesaria cuando se quisieran vender porciones significativas del propio capital social.

Por otra parte, la Circular aludida crea un problema al

cual no se le dió una solución. ¿Que sucede si algún administrador desea hacer uso del derecho de propiedad que le confieren sus acciones, la compra y venta es aprobada por el consejo de administración de la casa de bolsa pero se niega la autorización de la Comisión?, ¿tiene entonces la Comisión Nacional de Valores la facultad de limitar el derecho de propiedad sobre las acciones de casas de bolsa decidiendo discrecionalmente si estas deben o no venderse, así como las personas que deberán comprar dichas acciones. En la Circular antes citada, la autoridad confunde al accionista como tal y al administrador. Los administradores tienen responsabilidades perfectamente definidas frente a la sociedad de que son mandatarios así como frente a terceros. Dichas responsabilidades pueden hacerse valer por los conductos legales que, en su momento, se estimen pertinentes pero, en caso de que éstos sean accionistas, no encontramos fundamento para que se les de un trato desigual que a los demás socios de la casa de bolsa.

La legislación mercantil aplicable establece la regla general de que cada acción conferirá iguales derechos, por lo cual considero ilegal limitar el derecho de propiedad sobre las acciones de que sean tenedores las personas que tienen a su cargo la administración y manejo de la casa de bolsa.

En síntesis, con estas disposiciones se otorga a la Comisión

Nacional de Valores la facultad discrecional de vigilar las posiciones accionarias de control de las casas de bolsa.

Asimismo, puede concluirse que, salvo las excepciones contempladas, ninguna persona podrá ser tenedora directa o indirectamente, del capital social de una casa de bolsa, por lo cual estas empresas son controladas forzosamente en virtud de un acuerdo entre varios de los accionistas minoritarios, cuya unión produce la mayoría. Este tipo de control es al que se refiere Weinberger como "control mixto o del tercer tipo".

2. Casas de Bolsa Controladoras

Resulta interesante estudiar la posibilidad de que las casas de bolsa obtengan el control de alguna emisora.

La Ley del Mercado de Valores considera intermediación en el mercado de valores la realización habitual de, entre otras actividades, operaciones por cuenta propia con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de los cuales se haga oferta pública.(50)

La Ley mencionada también faculta expresamente a las casas de bolsa para realizar operaciones por cuenta propia, siempre y cuando estas faciliten la colocación de valores o que

50) Artículo 4o. de la Ley del Mercado de Valores, en el cual se define la intermediación en el propio mercado.

coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos y a reducir los márgenes entre cotización de compra y de venta de los propios títulos.(51) Asimismo, el propio ordenamiento señala que las operaciones que realicen las casas de bolsa por cuenta propia, deberán ser únicamente con valores aprobados para tal efecto por la Comisión Nacional de Valores. Este tipo de operaciones se refieren principalmente a la colocación de valores, mediante oferta pública, en las cuales las casas de bolsa toman en firme dichos valores.

En protección de la clientela de las casas de bolsa, se prohíbe a éstas comprar o vender por cuenta propia los valores que les hubieran sido confiados para su venta o que les hubieran sido pedidos en compra(52). La prohibición referida proviene de las disposiciones aplicables del Código de Comercio. En efecto, el artículo 268 del ordenamiento invocado señala que "ningún comisionista comprará ni para sí ni para otro lo que se le hubiera mandado vender, ni venderá lo que se le haya mandado comprar, sin consentimiento expreso del comitente". La anterior disposición trata de evitar posibles abusos en que podría incurrir el

-
- 51) Artículo 22, Fracción V, inciso a) de la Ley del Mercado de Valores, en el cual se dispone que las casas de bolsa, en las operaciones por cuenta propia, deberán ajustarse a lo que disponga al efecto la Comisión Nacional de Valores.
- 52) Artículo 22, Fracción V, inciso f, último párrafo de la Ley del Mercado de Valores.

comisionista al comprar para sí los bienes del comitente objeto de la comisión, o vender a éste bienes propios.

Por otra parte, la Comisión Nacional de Valores ha expedido diversas disposiciones de carácter general en relación con las operaciones que realicen las casas de bolsa por cuenta propia.⁽⁵³⁾ Dentro de estas reglas, encontramos las siguientes limitaciones:

- i) Las casas de bolsa únicamente podrán invertir sus propios recursos en el mercado bursátil, en valores seleccionados de entre la lista que emitirá mensualmente la Comisión. En dicha lista, la Comisión únicamente incluirá títulos de emisoras que tengan alta bursatilidad a fin de que estos intermediarios tengan la liquidez necesaria para el cumplimiento de sus actividades.
- ii) La asignación de compras y ventas para posición propia únicamente podrá realizarse después de haberse satisfecho las órdenes de la clientela en relación con los propios valores.
- iii) Las casas de bolsa únicamente deberán adquirir valores por cuenta propia a fin de coadyuvar a dar mayor estabilidad a los precios y reducir márgenes entre las cotizaciones de títulos.

53) Circular 10-34 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 23 de abril de 1980, referente a las operaciones por cuenta propia que realicen las casas de bolsa.

- iv) En caso de que las casas de bolsa deseen realizar operaciones por cuenta propia que se aparten de lo antes señalado pero que tengan por objeto la colocación de dichos valores, requerirán la autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Por lo que se refiere a las operaciones de toma en firme y colocación de valores en que participan las casas de bolsa, la Comisión Nacional de Valores ha dispuesto que dichos intermediarios únicamente podrán tomar en firme hasta diez veces el monto de su capital pagado, reservas de capital y la cuenta de actualización patrimonial; en caso de que la oferta sea superior, deberá diversificarse la colocación mediante la sindicación a otras casas de bolsa.(54)

Ahora bien, la multicitada autoridad ha emitido diversas disposiciones en relación con los créditos bancarios que obtienen las casas de bolsa para financiar ciertas posiciones propias de valores.(55) De las disposiciones aludidas

-
- 54) Circular 10-67 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 20 de diciembre de 1983.
- 55) Circular 10-29 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 5 de diciembre de 1979, en la cual se proporciona un formato de contrato de apertura de crédito que deberá ser usado forzosamente en el caso de que una casa de bolsa reciba créditos de una sociedad nacional de crédito, para financiar su posición propia de valores.

se desprende, entre otras cosas, lo siguiente:

- i) Las adquisiciones para posición propia de las casas de bolsa que se financien con créditos bancarios no deberán exceder del 1% de la emisión de valores respectiva.
- ii) La suma del precio de adquisición de valores de un mismo emisor en posición propia nunca debe exceder del 25% del capital pagado y reservas de capital de la casa de bolsa.
- iii) Se prohíbe a las casas de bolsa otorgar en garantía del pago de estos créditos, valores que hubiere recibido en prenda por otros conceptos.
- iv) El monto total de los financiamientos bancarios que obtengan las casas de bolsa para los efectos mencionados, no deberá exceder de diez veces el importe de su capital pagado y reservas de capital.

Por otra parte, la Comisión Nacional de Valores ha determinado que "las casas de bolsa sólo podrán realizar inversiones por cuenta propia en valores y documentos aprobados por esa Comisión, hasta por un monto equivalente al 50% de su capital global... En este límite quedan comprendidas las operaciones a plazo y a futuro, cuyo importe conjunto no deberá exceder del 30% de dicho

capital.(56)

La facultad de la Comisión Nacional de Valores a fin de dictar este tipo de disposiciones se deriva de la Ley del Mercado de Valores, la cual señala que podrá esa autoridad "dictar disposiciones de carácter general relativas al establecimiento de índices que relacionen la estructura administrativa y patrimonial de las casas de bolsa, con su capacidad máxima para realizar las operaciones que les autoriza la ley, tomando en cuenta el volúmen y riesgo de dichas operaciones, los intereses del público inversionista y las condiciones prevaletientes en el mercado"(57)

Por lo anterior, las casas de bolsa también están limitadas en cuanto a la adquisición de valores para su posición propia, en relación al monto de su capital global. Estas disposiciones tienden a proteger el medio bursátil ya que limitan el riesgo real que podrían tener las casas de bolsa en estas adquisiciones.

Finalmente, la legislación(58) permite expresamente a las

56) Circular 10-85 de la Comisión Nacional de Valores, publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 10 de marzo de 1986.

57) Artículo 41 Fracción V de la Ley del Mercado de Valores.

58) Artículo 22, Fracción V, inciso f de la Ley del Mercado de Valores.

casas de bolsa "invertir en acciones de otras sociedades que les presten servicios o cuyo objeto sea auxiliar o complementario a las actividades que realicen estas casas de bolsa, que señale la propia Comisión. Dichas sociedades estarán sujetas a las disposiciones de carácter general que expida la Comisión Nacional de Valores, así como a la inspección y vigilancia de la misma." Estas sociedades pueden ser, por ejemplo, inmobiliarias o arrendadoras que presten ciertos servicios a las casas de bolsa, o bien, otras cuyo objeto social sea complementario.

Como podrá apreciarse de lo anterior, una de las áreas que se encuentran reguladas y vigiladas estrechamente por las autoridades competentes, son las inversiones realizadas en y por casas de bolsa.

g. Sociedades de Inversión

La Ley de Sociedades de Inversión regula las actividades de este tipo de sociedades, "que constituyen una de las formas más propias para actuar como sociedades de control".(59)

1) Control de las Sociedades de Inversión

En el ordenamiento citado se preve (60) que ninguna persona

59) Barrera Graf Jorge "Diccionario Jurídico Mexicano" Op. cit. pg. 319.

60) Artículo 10 de la Ley de Sociedades de Inversión.

física o moral podrá ser propietaria, directa o indirectamente, del 10% o más del capital pagado de una sociedad de inversión, excepto los casos siguientes:

- i) De los accionistas fundadores, que deberán disminuir su porcentaje de tenencia conforme a los planes de venta de acciones tendientes a diversificar la tenencia de acciones entre el público;
- ii) Las casas de bolsa que operen sus activos;
- iii) Las sociedades operadoras de sociedades de inversión, y
- iv) Los accionistas de las sociedades de inversión de capital de riesgo, en cuyo caso y por motivo justificado, se otorgará una autorización temporal para rebasar ese límite.

Por lo anterior, puede concluirse que, salvo por los casos excepcionales antes citados, el capital de las sociedades de inversión estará diversificado entre el público y ningún accionista tendrá un control absoluto sobre éstas. En virtud de que nadie puede ser tenedor del 10% o más del capital de una de estas sociedades, resulta inaplicable en lo individual el derecho minoritario que consagra la legislación mercantil⁽⁶¹⁾ en el sentido de que el propietario

61) Derecho que consagra el artículo 144 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

del 10% o más del capital de una empresa inscrita en bolsa pueda nombrar a un consejero. Por tanto, conforme a las teorías que hemos analizado, el control de las sociedades de inversión puede clasificarse como un "management control" (tomando como "management" a las casas de bolsa que operan las acciones de las sociedades de inversión o las sociedades operadoras de éstas) por las razones que se exponen a continuación:

- 1) Las acciones de las sociedades de inversión se encuentran depositadas en la casa de bolsa que actúa como operadora o que es accionista mayoritaria de la sociedad operadora.

En virtud de los contratos de comisión mercantil y depósito de valores que celebran las casas de bolsa con su clientela, (62) en caso de que los

62) Las Circulares 10-46 y 10-46 bis expedidas por la Comisión Nacional de Valores los días 6 de agosto de 1981 y 23 de octubre del mismo año, respectivamente, se refieren al Contrato de Comisión mercantil y depósito de valores a celebrarse entre las casas de bolsa y su clientela. Dichos contratos contienen la siguiente cláusula "En los casos en que el Cliente requiera asistir a alguna asamblea a la que haya convocado la sociedad emisora de los valores materia del Contrato, solicitará al Agente una constancia de depósito, a fin de acreditar su calidad de socio. Dicha solicitud será presentada al Agente ocho días hábiles antes de la fecha en la que será celebrada la asamblea, a fin de que el Agente pueda gestionar ante el INDEVAL las constancias relativas. En caso de que el Agente no reciba solicitud del cliente, para los efectos indicados, podrá concurrir a la asamblea en representación del cliente por conducto de las personas físicas que al efecto designe, entendiéndose

clientes no den aviso con ocho días de anticipación a la casa de bolsa depositaria en el sentido de que desean asistir a una asamblea de la empresa de la cual son accionistas, la casa de bolsa asistirá en su representación y votará sus acciones con la mayor discrecionalidad. Puede decirse que, en la práctica, en la mayoría de los casos, ningún accionista de una sociedad de inversión asiste a las asambleas y que en éstas, la casa de bolsa que actúa como operadora representa prácticamente al 100% del capital social. Lo anterior sucede ya que de hecho el capital de este tipo de sociedades se encuentra totalmente pulverizado, razón por la cual ningún accionista está interesado en asistir a las asambleas, en virtud de que el único fin de la adquisición de esas acciones es el de inversión momentánea de sus recursos.

Esto resulta evidente en las sociedades de inversión de renta fija cuyas acciones, independientemente de personas físicas y fondos de ahorros, únicamente

para ello que este instrumento contiene un mandato amplio y bastante para ese efecto, en la inteligencia de que el Agente votará las acciones del Cliente invariablemente con la prudencia y cuidado que pondría si el negocio fuere propio."

pueden ser adquiridas por casas de bolsa que operen los valores que forman sus activos así como por sociedades operadoras de sociedades de inversión.

Por tanto, la casa de bolsa operadora vota en las asambleas la mayoría de las acciones en que se divide el capital social y elige al órgano administrador.

- ii) Otra forma de control surge en el caso de que la casa de bolsa operadora o la sociedad operadora sea propietaria de algún porcentaje importante del capital de la sociedad de inversión.

De esta manera, con el porcentaje aludido se forma un núcleo alrededor del cual los demás accionistas se unen y, de esta manera, podría lograrse una mayoría relativa de las acciones que se representen en las asambleas.

2. Sociedades de Inversión Comunes

Las sociedades de inversión comunes operan mayormente con valores y documentos de renta variable, por lo cual tienen un índice de riesgo considerable.

La Ley General de Sociedades de Inversión⁽⁶³⁾ impone diversas limitaciones a las sociedades de inversión comunes, que

63) Artículo 18 de la Ley de Sociedades de Inversión y Circular 12-4 expedida por la Comisión Nacional de Valores.

prácticamente les impiden controlar a otras sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, ya que:

- i) En ningún caso podrá invertirse más del 5% de su capital y reservas en valores emitidos por una misma empresa.
- ii) En ningún caso podrá adquirir más del 15% de las acciones de una misma emisora.

En este sentido se establece que la Comisión Nacional de Valores podrá autorizar porcentajes de inversión mayores a los determinados anteriormente, sin exceder del 10% y 30% respectivamente, "cuando a juicio de esa autoridad, se propicie el desarrollo ordenado del mercado de valores y se evite que la sociedad de inversión, por su tenencia de acciones, pueda adquirir el control de la administración de la sociedad emisora de que se trate."

Como se observa, la autoridad competente dispone que las sociedades de inversión nunca podrán realizar inversiones por montos tales que puedan darles el control de la emisora, ya que su finalidad es diferente.

3. Sociedades de Inversión de Renta Fija

Las sociedades de inversión de renta fija son aquellas que, por su naturaleza, tienden a crear un medio de acceso a los mercados de dinero para los pequeños y medianos inversionistas. Las inversiones que realizan las sociedades de in-

versión de renta fija tienen como características principales las de tener escaso riesgo, alta liquidez y rentabilidad atractiva. Por lo anterior, únicamente se ha permitido a este tipo de sociedades de inversión la adquisición de porcentajes mínimos de valores de renta variable con propósitos de especulación.

En este orden de ideas, la autoridad ha dispuesto⁽⁶⁴⁾ que no más del 5% de sus activos totales podrán estar invertidos en valores de una misma emisora, ni podrán adquirir más del 10% de los documentos emitidos por una empresa.

En virtud de lo anterior, resulta prácticamente imposible que una sociedad de inversión de renta fija controle a alguna emisora, ya que ésto sería contrario a su naturaleza, así como de las limitaciones en cuanto a sus inversiones impuestas por las autoridades.

De esto se desprende que las sociedades de inversión no deben pretender obtener el control de las sociedades cuyas acciones adquieren, ya que su objeto principal es la realización de inversiones transitorias a fin de obtener utili-

64) Artículo 20 de la Ley de Sociedades de Inversión y Circulares 12-6 y 12-6 bis emitidas por la Comisión Nacional de Valores los días 2 de agosto de 1982 y 4 de enero de 1984, respectivamente, las cuales comprenden las Reglas de Carácter General Aplicables a las Sociedades de Inversión de Renta Fija.

dades bien sea por los dividendos que paguen las empresas o mediante la compraventa de los valores.

4. Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo

1) Inversiones de Capital de Riesgo

Las sociedades de inversión de capital de riesgo tienen una regulación diferente. Las inversiones que realizan este tipo de sociedades se caracterizan por ser a largo plazo. Las sociedades de inversión de capital de riesgo invierten sus recursos en sociedades anónimas mexicanas, "siempre y cuando éstas tengan inversión mexicana mayoritaria y que sus actividades estén relacionadas con la creación de empleos, el impulso de la tecnología, la substitución de importaciones, el incremento de exportaciones o cualquier otra que contribuya al desarrollo económico y social del país."(65). Ahora bien, este tipo de sociedad de inversión tampoco puede controlar a las sociedades en que invierte, ya que(66):

- No podrán ser menos de cinco empresas promovidas, lo cual quiere decir que como máximo el 20% de su capital contable

65) Disposición Cuarta de la Circular 12-8 expedida por la Comisión Nacional de Valores, referente a las Disposiciones de Carácter General relativas a las Sociedades de Inversiones de Capital de Riesgo.

66) Artículo 23 de la Ley de Sociedades de Inversión.

podrá estar invertido en cada sociedad, salvo en casos justificados que apruebe, con carácter temporal, la Comisión Nacional de Valores.

- En ningún caso podrá adquirir acciones de una sola empresa promovida, en porcentajes superiores al 49% del capital social de la propia empresa promovida.
- Estas sociedades no podrán tener inversiones superiores al 10% de su capital contable o equivalentes al 10% de las acciones que representen el capital social de las empresas que fueron promovidas con anterioridad.(67)

Por otra parte, las sociedades promovidas por sociedades de inversión no podrán ser sociedades controladoras y deberán realizar por sí su objeto social.(68) Esto ha creado una gran inconformidad en cuanto a la constitución de sociedades de inversión de capital

67) De acuerdo a lo dispuesto por la Disposición Primera No.1 de la Circular 12-8 expedida por la Comisión Nacional de Valores, se consideran empresas que fueron promovidas aquellas en cuyas acciones invirtieron su capital contable una o mas sociedades de inversión de capital de riesgo, de acuerdo a un contrato de promoción terminado por acuerdo de ambas partes o rescindido por exigencia de cualquiera de ellas.

68) Artículo 24 fracción d) de la Ley de Sociedades de Inversión.

de riesgo ya que dificulta y frena su desarrollo.

Resulta absurdo que las sociedades de inversión de capital de riesgo no puedan adquirir más del 49% del capital de las empresas promovidas, en virtud de que será difícil que una de estas sociedades se decida a invertir a largo plazo cantidades importantes, sin tener el control de la sociedad promovida.

De hecho, deberán buscarse diversos mecanismos jurídicos que permitan a las sociedades de inversión de capital de riesgo tener el control de las sociedades que promuevan, entre los cuales podrían contemplarse los siguientes:

- Que algún socio importante de la sociedad de inversión de capital de riesgo adquiera acciones en virtud de las cuales, en unión con las que adquiera dicha sociedad, sumen más de la mitad del capital social;
- Que las acciones que representen el cincuenta y uno por ciento más una acción representativas del capital de la empresa promovida se fideicomitan, en cuyo caso el derecho de voto será ejercitado por un comité técnico que designe la sociedad de inversión de capital de riesgo;
- Que en el contrato de promoción que celebren la sociedad de inversión de capital de riesgo y la empresa promovida se establezcan diversos controles por parte de la sociedad de

inversión, a los cuales se sujetará la propia inversión, o bien

- Que la sociedad de inversión adquiera acciones representativas de la parte variable del capital y que en los estatutos de la sociedad promovida se establezca un derecho de retiro de las aportaciones que le pueda resultar beneficioso en todo momento a la propia sociedad de inversión. De esta manera, la sociedad de inversión podrá usar el derecho de retiro como medio de presión para obtener los fines que persigue.

ii) Control sobre las Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo

En relación con estas sociedades, rige la misma disposición que para las demás sociedades de inversión, es decir, ninguna persona física o moral podrá ser propietaria, directa o indirectamente, del 10% o más de su capital pagado, con las excepciones que ya se han mencionado.

Ahora bien, a diferencia de las otras, las acciones emitidas por sociedades de inversión de capital de riesgo pueden ser adquiridas por: (69)

69) Disposición Octava de la Circular 12-8 expedida por la Comisión Nacional de Valores.

- Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana;
- Personas físicas o morales de nacionalidad extranjera, hasta en un 49% del capital social;
- Instituciones de crédito, de seguros y de fianzas;
- Entidades financieras del exterior, así como agrupaciones de personas extranjeras físicas o morales, y
- Casas de bolsa y sociedades operadoras de sociedades de inversión.

Como puede apreciarse, cada uno de los tipos de sociedades de inversión, según su naturaleza, están sujetos a una regulación especial en cuanto a su control así como sobre los valores que pueden adquirir.

h.- Sociedades Nacionales de Crédito.

Las sociedades nacionales de crédito se encuentran reguladas por la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito(70) y sus disposiciones complementarias. Estas instituciones son las únicas que están facultadas para prestar el servicio público de banca y crédito.

1. Control de las Sociedades Nacionales de Crédito

Desde la nacionalización de la banca privada decretada en septiembre de 1982, se estableció un nuevo esquema jurídico en relación con la división del capital de las sociedades nacionales de crédito.

Estas sociedades son instituciones de derecho público, dotados de personalidad jurídica y patrimonio propios,

70.- Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 14 de enero de 1985.

las cuales son creadas por Decreto del Ejecutivo Federal.

El capital social de éstas sociedades no se divide en acciones sino que se creó la figura de los certificados de aportación patrimonial. Dichos certificados serán títulos de crédito en contra de las sociedades nacionales de crédito y representarán su capital. (71)

Los certificados de aportación patrimonial se dividirán en dos series:

La Serie "A" que representará en todo tiempo el 66% del capital, la cual solo podrá ser suscrita por el Gobierno Federal. Los certificados de la Serie "A" estarán representados por un título único el cual será intransmisible y en ningún caso podrán cambiarse su naturaleza.

Los certificados de la Serie "B" representarán el 34% del capital social restante. Estos certificados podrán ser adquiridos en la forma y de acuerdo a la circulación que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

71) Artículo 11 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

Ahora bien, los certificados de aportación patrimonial de la Serie "B" darán a sus titulares los siguientes derechos:(72)

- i) Participación en las utilidades y en la cuota de liquidación;
- ii) A designar a una tercera parte de los miembros del consejo directivo, ya que el Gobierno Federal deberá designar a las 2/3 partes restantes. Dicha designación deberá realizarse de acuerdo a las participaciones que establezca la Secretaría de Hacienda y Crédito Público;
- iii) Integrar a la comisión consultiva⁽⁷³⁾, en la que no participará el Gobierno Federal, la cual se ocupará de:
 - Conocer y opinar sobre las políticas y criterios conforme a los cuales la sociedad lleve a cabo sus operaciones;
 - Analizar el informe de actividades y los estados financieros que le presente el consejo directivo;

72) Artículo 13 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

73) Artículo 27 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

- Opinar sobre los proyectos de aplicación de utilidades;
 - Formular al consejo directivo las recomendaciones que estime convenientes sobre lo anterior, y
 - Las demás facultades de carácter consultivo que le señale el reglamento orgánico de la sociedad nacional de crédito correspondiente.
- iv) Adquirir los certificados de aportación patrimonial que se emitan en virtud de aumentos de capital, y
- vi) Nombrar a un comisario propietario y a su suplente.(74)

Por otra parte, se impone una importante limitación en el sentido de que ninguna persona física o moral, salvo el Gobierno Federal, podrá adquirir, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, el control de certificados de la Serie "B" por más del uno por ciento del capital pagado de una sociedad nacional de crédito.

Asimismo, se establece la "regla de grupo", es decir, que el límite mencionado se aplicará a las personas que de acuerdo a las disposiciones que dicte la Dependencia aludida, deban considerarse como una sola persona. Esta regla

74) Artículo 26 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

de intereses de grupo ha sido utilizada en los Estados Unidos para adquisiciones en todo tipo de sociedades, según lo veremos más adelante en este trabajo.

De lo anterior puede concluirse que el control de las sociedades nacionales de crédito lo tiene el Gobierno Federal, al ser tenedor del 66% del capital social. La participación minoritaria de los titulares de certificados de la Serie "B" es marginal, ya que ésta nunca puede exceder del 1% por persona o grupo de interés. Los tenedores de certificados de la Serie "B" pueden participar en la administración y vigilancia de este tipo de sociedades, más nunca las podrán controlar.

2. Las Sociedades Nacionales de Crédito como Controladoras

Las instituciones de banca múltiple también tienen que sujetarse a determinadas reglas para adquirir participaciones en otras sociedades. Dichas instituciones podrán realizar inversiones en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con la intermediación de casas de bolsa⁽⁷⁵⁾, salvo por las excepciones que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

75) Artículo 37 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

Ahora bien, las instituciones de banca múltiple se tendrán que sujetar a las disposiciones que se señalan a continuación, a fin de adquirir títulos representativos del capital de sociedades mercantiles:(76)

- i) Como regla general, no podrán adquirir más del 10% del capital social de la emisora correspondiente;
- ii) Si su consejo directivo lo acuerda, podrán adquirir hasta el 25% del capital de una emisora por un lapso que no exceda de cinco años, el cual podrá ser ampliado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, tomando en cuenta la naturaleza y situación de la empresa;
- iii) Podrán adquirir porcentajes mayores de las emisoras y por lapsos más prolongados, cuando así lo autorice la dependencia aludida, oyendo la opinión del Banco de México. Esto siempre y cuando se trate de empresas que desarrollen actividades social y nacionalmente necesarias que requieran recursos para el desarrollo de proyectos de larga maduración o realicen actividades de fomento. Dichas inversiones no podrán exceder del 5% de los recursos captados del público en el mercado nacional, a fin de que se dé

76) Artículo 57 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

una verdadera dispersión de riesgos.

Es importante lo que señala el ordenamiento citado en cuanto a las inversiones que realicen las instituciones de banca múltiple. Se establece que dichas inversiones no se considerarán como realizadas por el Estado, por lo cual no se entenderá que las emisoras correspondientes tienen participación estatal y, por tanto, no les son aplicables las disposiciones en cuanto a ese tipo de sociedades.(77)

Por otra parte, las sociedades nacionales de crédito podrán, previa autorización de la Secretaría de Hacienda, invertir en el capital de las sociedades que le presten servicios complementarios o auxiliares o en la realización de su objeto.

De lo anteriormente expuesto, puede concluirse que el espíritu del Estado Mexicano es en el sentido de las sociedades nacionales de crédito no controlen a otras sociedades, salvo en los casos excepcionales que se han analizado.

1. Instituciones de Fianzas y Seguros

La legislación aplicable contiene disposiciones que regulan el control de las instituciones de seguros así como las de

77.- Artículo 68 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

fianzas.

Para adquirir el 10% o más de las acciones de una institución de fianzas o de una empresa controladora que sea tenedora de acciones de una de estas instituciones, se requiere autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, quien otorgará o negará ésta con toda discrecionalidad, tomando en cuenta la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.(78)

Asimismo, se establece que ninguna persona física puede ser propietaria, en ningún caso, de mas del 15% de las acciones de una afianzadora.(79) Por otra parte, las personas morales podrán adquirir más del 15% de las acciones de una institución de fianzas con la autorización previa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Dichas sociedades controladoras tenedoras de acciones de las afianzadoras, se someteran a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

En cuanto a las instituciones de seguros, resultan aplicables las normas que se han mencionado en cuanto a la adqui-

78) Artículo 8 de la Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

79) Artículo 15 Fracción II de la Ley Federal de Instituciones de fianzas.

sición de acciones de las compañías afianzadoras.(80)

Con esto termina la presente Sección del Capítulo I de este trabajo referente a la legislación aplicable al control de las sociedades en nuestro país.

E. Métodos de Adquisición del Control de las Sociedades Anónimas Públicas.

Las adquisiciones del control de las empresas públicas son hoy en día un tema polémico. En los Estados Unidos de América se tiene una larga experiencia en esta materia y prácticamente todos sus aspectos se encuentran regulados. Otros países, como son Inglaterra, Francia, Alemania, Austria, España y Japón, han tenido también una amplia experiencia en adquisiciones de control. En nuestro país han surgido, en años recientes, varios intentos de obtención del control o toma de dominio de diversas empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. México no cuenta en la actualidad con una reglamentación que defina las políticas que habrán de seguirse en este tipo de transacciones. Sobre todo, se hace hincapie en la necesidad de contar con mecanismos más modernos a fin de proteger los intereses del pequeño y mediano inversionista y, por ende, del prestigio del mercado bursátil.

80) Artículos 15 y 29 Fracción II de la Ley General de Instituciones de Seguros.

La adquisición del control de una sociedad pública ("take over") puede definirse como la incursión hostil que realiza una persona o grupo de personas (a quienes en la práctica se les denomina como "raiders" o "invasores") para adquirir el control de una empresa (la cual es blanco del ataque o "target") mediante la adquisición de algunas o todas las acciones con derecho a voto que se encuentran en circulación.

Existen diversos métodos para lograr la toma de dominio de una sociedad, los cuales se clasifican en tres grupos, desde el punto de vista de la manera en que el "invasor" realiza la incursión hacia la empresa blanco del ataque. Por un lado, existen las adquisiciones amistosas en las cuales el "invasor" negocia con la administración de la empresa los términos en que éste adquirirá el paquete de acciones controlador. También existen las adquisiciones en las cuales el "invasor" únicamente notifica a la administración de la empresa que realizará una inversión a fin de apoderarse del control de las mismas, a este tipo de adquisiciones se les llama "bear hug" o "abrazo del oso" en virtud de que el grupo que pretende el control ejerce presión sobre la empresa. Por último, las adquisiciones hostiles son aquellas en las que el "invasor" hace una oferta directa a los accionistas de la empresa respectiva sin la aprobación ni el conocimiento de la administración de la misma.

De acuerdo al autor norteamericano Trough⁽⁸¹⁾, los elementos que se mencionan a continuación, permiten que una adquisición del control de una sociedad pública sea factible:

- 1.- Que el precio de la acción en comparación con las utilidades generadas por la sociedad, muestren una razón financiera reducida, así como que el precio en libros de la acción sea significativamente alto en comparación con su precio de mercado.
- 2.- Activos subvaluados, especialmente si se refleja en avalúos conservadores obtenidos para fines contables, así como que el precio real de los propios activos no se encuentre reflejado en el precio de mercado.
- 3.- Que la empresa adquirente mantenga una posición financiera de alta liquidez, especialmente cuando se dispone de una importante posición en efectivo.
- 4.- Que la empresa tenga un buen "cash flow" así como una amplia capacidad para recibir financiamiento.
- 5.- Que el negocio que se va a adquirir se conozca y se entienda.
- 6.- Que (salvo los casos que analizaremos mas adelante) no haya concentraciones importantes de acciones en manos de personas que laboran en la empresa.

81. Trough "Characteristics of Target Companies". Business Lawyer, 1977. pg. 1301.

- 7.- Que se evite la adquisición de empresas en las que exista algún problema con las leyes antimonopolios y de inversiones extranjeras u otra regulación específica que dificulte la adquisición, ya que, en estos casos, se necesitará una aprobación especial para transferir el paquete controlador.
- 8.- Que los miembros del consejo de administración de la empresa a ser adquirida no se encuentren unidos por alguna razón especial en virtud de que, si se logra una escisión o división, se hará más factible la toma del control al haber una disparidad en el mando.

El autor citado distingue entre las administraciones "duras" y "suaves". Las primeras darán una difícil batalla en contra del "take over", utilizando todos los medios que estén a su alcance, a fin de preservar la independencia de la empresa y no perder su control; las segundas negociarán los términos de la adquisición y permitirán la toma de control sin mayor dificultad. Dicho autor indica que uno de los elementos más importantes en cuanto al logro de los objetivos del "invasor" está directamente relacionado con el tipo de administración al cual se enfrenta.

La empresa financiera Goldman, Sachs I. Co. ha analizado diversas ofertas de compra hostiles por montos superiores a diez millones de dólares, mediante las cuales se pretendía adquirir el 100% de las acciones de las empresas respectivas, durante el período

transcurrido entre 1976 y 1982. (82) Los resultados obtenidos son los siguientes:

No. de ofertas	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>
	7	11	13	11	5	14	10
Adquisición por el "invasor" al precio original	-	-	1	1	-	-	-
Adquisición a un precio mayor	1	4	8	2	1	5	5
Adquisición por otro grupo " <u>white knight</u> "	5	5	2	5	3	8	3
La empresa conservo su independencia	1	2	2	3	1	1	2

Como podemos apreciar de la gráfica antes expuesta, solo en el 3.2% de los casos la empresa objeto de la incursión fue adquirida al precio originalmente propuesto por el invasor; en 34.9% de los supuestos el invasor original adquirió la empresa en un precio superior al ofrecido originalmente; en 44.4% de los casos el control de la empresa fue comprado por un segundo grupo "white knight", y en 17.5% la empresa permaneció independiente, fracasando la incursión.

Expuesto lo anterior y una vez determinadas las diversas opiniones y tendencias de la jurisprudencia y la doctrina en relación con el significado jurídico del control de las empresas, se expondrán los diversos métodos existentes que han sido utilizados para adquirir el control de las sociedades públicas. En los Capítulos siguientes se analizarán las legislaciones aplicables,

(82) La gráfica fue tomada de Lipton and Steinberger "Takeovers and Freezeouts" Law Journal Seminars Press. Nueva York, E.U.A. 1986. pg 1.01 (3).

así como las decisiones jurisdiccionales más relevantes que han sido adoptadas en los países que muestran una importante evolución en relación con estos temas.

Con efectos prácticos se ha dividido el presente trabajo en cuatro Capítulos en los cuales se desarrollará el tema referente a cada uno de los métodos de adquisición del control de las sociedades públicas, que son los siguientes:

1. Adquisición de acciones que representen, en su conjunto, el paquete controlador, directamente del grupo que las detenta.
2. Compra Paulatina de Acciones en Bolsa ("Ramassage").
3. Oferta Pública de Compra ("Tender Offer").
4. Obtención de delegación del derecho de voto ("Proxy Fights").

CAPITULO II

Adquisición de Acciones que Representan, en su conjunto, el Paquete Controlador, directamente del grupo que las detenta.

El método de adquisición del control que se analiza en el presente Capítulo resulta aplicable cuando el paquete controlador de acciones se encuentra concentrado en una persona o en un conjunto de personas determinadas. De esta manera, el grupo interesado en adquirir ese paquete hace una oferta privada de compra a los tenedores del mismo. Los términos de la adquisición de las acciones se negocian en privado entre las partes y, una vez que se llega a un acuerdo, se firma un contrato de compraventa entre el adquirente y el grupo controlador y se realiza la operación a través de la bolsa de valores.

Generalmente, en dichos contratos de compraventa se establecen ciertas obligaciones y compromisos por parte de los vendedores, ya que éstos han tenido el control de la sociedad y conocen su situación. En este sentido, el grupo vendedor se compromete a indemnizar al comprador en caso de que la situación financiera, legal, contable y fiscal de la empresa, según se refleja en los documentos correspondientes, no sea veráz y surjan con posterioridad hechos que ocasionen un perjuicio a los adquirentes. En la mayoría de los casos se pacta que, de suceder alguno de éstos eventos, se hará una reducción en el precio de compraventa

por el equivalente a la contingencia, obligándose el grupo comprador a reintegrar al vendedor la cantidad que resulte.

Por otra parte, en virtud de que el comprador desea controlar a la empresa que está adquiriendo y, por ende, nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, el grupo vendedor se obligará a que los consejeros que se encuentren en funciones renuncien a sus cargos.

En la mayoría de los casos, el precio de venta del paquete de acciones controlador es significativamente más alto que el precio de cotización de las propias acciones en la bolsa de valores. Esto, en virtud de que se está vendiendo un elemento subjetivo adicional que es el control de la sociedad. Al precio ordinario de la acción se suma una prima que corresponde al poder de hecho que tendrá el grupo adquirente sobre la compañía. A este sobreprecio se le denomina en la práctica como "prima de control".

Aún cuando, en principio, resulta legalmente factible realizar la venta de un paquete controlador con el pago de un sobreprecio a cargo del adquirente, han surgido diversas teorías en la doctrina de los autores así como en la jurisprudencia de los países que se encuentran a la vanguardia en esta rama del Derecho, las cuales exponen que debe darse a todos los accionistas la oportunidad de vender sus títulos al mismo precio en que se negoció el propio paquete controlador. Se ha considerado que la prima no solo corresponde al grupo de accionistas que detentan el control, sino a todos los accionistas por igual. Por tanto, algunos han

considerado ilegítimo el que un grupo obtenga una enorme utilidad por la venta de sus acciones, sin conceder el mismo derecho al resto de los accionistas.

En este orden de ideas, a continuación se expondrán las principales teorías que han surgido en relación con la venta o cesión del control y, posteriormente, se examinará la regulación existente al respecto, en diversos países.

A.- Naturaleza Jurídica de la Venta o Cesión del Control. (1)

a.- Tesis de la Autonomía Corporativa

Algunos autores opinan que la cesión de control es un mero acto individual que no afecta en absoluto a la sociedad, en virtud de que ésta tiene personalidad jurídica independiente, cuya existencia no depende de las personas que sean tenedoras de las acciones en que se divide su capital social. Por tanto, los dueños del paquete controlador de acciones pueden venderlo con un sobreprecio ya que lo único que están haciendo es ejercitar un derecho de propiedad. El propietario del paquete de

1.- El resumen de las diversas teorías en relación con la naturaleza jurídica de la cesión de control tiene como base lo expuesto por Oppetit en el libro "Les cessions de droit sociaux emportant le transfert du controle d' une Societé: essai de synthese", citado por Zurita y Saenz de Navarrete Jaime "La Oferta Pública de Adquisición". Opcit pg. 54.

acciones controlador puede disponer, a su arbitrio, de su patrimonio, sin que por ello se afecte a una persona jurídica distinta.

Esta sección de la doctrina contempla la cesión de control como una simple transmisión de propiedad de cierto paquete de acciones.

Otros autores apuntan que esta teoría es incorrecta, ya que no solo se está vendiendo una participación en el capital de una sociedad mediante el ejercicio del derecho de propiedad, sino que también se está cediendo el control de la propia sociedad, por lo cual, aún cuando existe la personalidad independiente de la empresa, la venta del control afectará directamente a ésta. Estos autores señalan que no sólo se trata de un derecho individual de los accionistas de disponer de su patrimonio, en virtud de que el ejercicio de tal derecho puede tener como consecuencia la afectación de los intereses de los demás socios y de la sociedad misma.

b.- Tesis de la Cesión de la Empresa

Esta tesis sostiene⁽²⁾ que debe diferenciarse entre

2.- La tesis de la cesión de empresa la sostiene el autor Petitpierre-Sauvain en el Libro "La cession de controle, mode de cesion l'entreprise".

lo que es la venta ordinaria de acciones y la venta de acciones que, en su conjunto, implican el control de la sociedad.

Estos autores llegan a la conclusión de que el objeto del contrato de compraventa de un paquete controlador, es la empresa misma y no las acciones, por tanto, se considera que se está vendiendo un poder de hecho para manejar a la sociedad. En este sentido, no sólo es una compraventa de acciones que realizan unos individuos en particular, sino que se trata de una cesión real de un poder basado en el control de los mecanismos sociales.

c.- Tesis de la Cesión Parcial de Activos

Coincide con la teoría anterior en el sentido de que la cesión del control de una sociedad es un acto jurídico del que no sólo surgen derechos y obligaciones entre el cedente y el cesionario, sino que dicho acto "afecta las relaciones sociales comprometiendo la vida social y llevando consigo a menudo un cambio de estatutos" (3). Para los autores que susten-

3.- Bejot "La Protection des Actionnaires Externes dans Les Groupes des Societes en France et en Allemagne" citado por Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. Op.cit. pg 56.

tan esta teoría, se venden las acciones, así como una parte intangible de los activos de la sociedad.

Esta teoría ha sido criticada en virtud de que, como en la que se analizará a continuación, se confunde el concepto de capital social con el de activo social. En la venta del paquete controlador lo que de hecho se vende es una participación en el capital social más no una porción del activo.

d.- Tesis de la Fusión por Absorción

Algunos autores franceses han sostenido que la cesión de control es una operación que trasciende de los intereses individuales de los vendedores y de los adquirentes. Por tanto, debe permitirse a todos los accionistas la venta de sus títulos, en los mismos términos y condiciones en que se negoció el paquete controlador. Estos tratadistas asemejan la cesión de control a la fusión por absorción desde el punto de vista de la protección que deben tener los accionistas minoritarios. De esta manera, en virtud de que la cesión de control implica o compromete el objeto social y la existencia misma de la sociedad, se propone que ésta sea aprobada por la asamblea general de accionistas.

El autor Zurita y Saenz de Navarrete critica esta teoría al considerar que la venta del paquete de acciones controlador debe ser decidida individualmente por el propietario ya que "impedirle vender, salvo oferta generalizada, y confiar a los órganos sociales la tarea de elegir en su lugar la parte que les parezca mejor en nombre del interés social, es confiar a una persona el derecho de disponer de bienes que no le pertenecen y esta solución, salvo una evolución imprevisible del derecho positivo, aparece condenada no sólo desde el punto de vista del derecho de sociedades que configura la acción como un título esencialmente negociable y que sitúa esta negociabilidad entre los derechos propios del accionistas, sino también simplemente, por el derecho civil alegando el derecho de propiedad".(4)

Asimismo, se ha criticado la tesis de la cesión equiparada a la fusión por absorción, al igual que la tesis de la cesión parcial de activos, en virtud de que en ambas se confunden los conceptos de capital social y activo social. En una cesión del control se están vendiendo acciones que representan una

4.- Zurita y Saenz de Navarrete Jaime "La Oferta Pública de Adquisición" Op.cit. pgs. 58 y 59.

porción del capital social mas no se transfiere, por ningún motivo, el patrimonio de la sociedad.

e.- Tesis del Control como Activo Social

En la innovadora obra (5) de Berle y Means que se ha examinado en el primer Capitulo de este trabajo, surgió el concepto del control de las sociedades como parte del activo social. Estos autores norteamericanos han apuntado que resulta injusto que la prima se perciba únicamente por los accionistas mayoritarios, excluyendo al resto, en virtud de que el control es un activo social que pertenece a la sociedad, es decir, a todos los accionistas de acuerdo a su participación en el capital.

Asimismo, Berle y Means exponen que no debe tomarse su teoría en sentido literal, pues de lo contrario, ésta sería inaceptable ya que el activo que conformaría el control de la sociedad no figuraría en el balance, ni aumentaría el patrimonio de la empresa cada vez que cambiara de manos el paquete controlador. Por tanto, señalan que "el poder de voto que se constituye por la conglomeración de ac-

5.- Berle y Means. "The Modern Corporation and Private Property". Op.cit. pg. 239.

ciones es una parte del mecanismo social, el cual está establecido en beneficio de toda la sociedad, y debe ser utilizado dentro de ciertos límites que impidan que la sociedad pueda ser perjudicada". Además, Berle expuso que "la posición de un accionista mayoritario con la capacidad de controlar, no deriva del derecho de propiedad al igual que su derecho a participar en los dividendos o en la cuota de liquidación. Su poder para controlar tiene realmente muchas ventajas pues es el resultado de la capacidad societaria existente mediante la cual puede elegirse al consejo de administración por menos que la unanimidad. En tal virtud el poder-capacidad de controlar mediante la elección del consejo es un activo social y no individual".

Colombo (6) ha criticado la teoría de Berle y Means sobre el control como activo social. Este autor italiano está de acuerdo con la licitud del pago de una prima de control, en virtud de que ésta "tiene una segura justificación económica en la circunstancia del mayor valor que tiene una inversión autoges-

6.- El Libro de Colombo "La cessione del pacchetto di controllo: considerazioni per una discussione" es citado por Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición" Op. cit. pg. 60.

tionada en relación con una inversión intergestiona-
da". Para este autor, tiene un sobrevalor el hecho
de que un accionista haya conseguido tener un paque-
te de acciones que le den el control. Por tanto,
resulta lícito pagar un sobreprecio por el paquete
de acciones controlador, a aquel que lo ha aglomera-
do. El provecho personal que habrá de recibir el
controlador por su paquete no causa ningún perjuicio
a la sociedad en sí.

Según Colombo, el beneficio económico que reciben
los accionistas que detentan el control, sobre los
minoritarios, sólo viene a constatar una situación
de hecho en el sentido de que el paquete controlador
tiene un valor adicional.

Por otra parte, la premisa de que el control es par-
te del mecanismo societario y que, por ende, perte-
nece a todos los socios, resulta infundada según el
autor citado, en vista de que "no es incompatible
con el mecanismo societario que un socio persiga,
mediante el ejercicio del voto, intereses propios,
que sin perjudicar al interés común, impidan a otros
socios realizar intereses personales análogos; y por
ello, y con mayor razón, se puede mantener que al
enajenar el instrumento al cual está ligado el dere-
cho de voto, el socio es libre, siempre y cuando no

perjudique al interés común, de mirar el propio beneficio aunque, actuando así, impida a otros socios obtener los mismos beneficios." (7)

f.- Tesis de la Paridad de Trato entre Socios y Cesión del Control.

Esta teoría se basa fundamentalmente en la igualdad de derechos y, por tanto, de trato, que para todos los accionistas, consagran las diversas legislaciones en materia de sociedades mercantiles.

La teoría citada expone que la cesión del control de una sociedad puede tener consecuencias perjudiciales para los intereses de los accionistas que no participen en la operación. En virtud de que en la mayoría de los casos en que se cede el control, existen múltiples cambios en la empresa respectiva, resulta necesario que todos los accionistas se encuentren en igualdad de circunstancias para determinar, respecto de sus acciones, lo que mas convenga a sus intereses.

Al no tener los accionistas minoritarios información respecto a la transacción de compraventa del paquete

7.- Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición." Op. cit. pg. 63

controlador que negocian los accionistas que lo detentan, éstos no tiene la posibilidad de decidir sobre la alternativa de vender sus acciones o bien conservarlas. Por tanto, los accionistas minoritarios no están en la misma posición que los accionistas controladores. Además, ésta teoría señala que la prima de control no es ilícita per se sino que su ilicitud resulta del hecho de que solo algunos pueden beneficiarse de ella.

Ciertos autores han criticado esta teoría al considerar que el principio de igualdad que debe imperar entre accionistas, que contemplan los ordenamientos relativos a las sociedades mercantiles, se refiere únicamente al ámbito interno de la empresa, y dicho principio no impera en cuanto a las relaciones de los propios accionistas frente a terceros, fuera del círculo social. Dichos autores señalan que el citado principio de igualdad entre los accionistas se refiere a que éstos tengan proporcionalmente la misma participación en los órganos sociales, es decir, que a cada acción común corresponda un voto. Asimismo, debe existir igualdad en la repartición de utilidades y en la cuota de liquidación del haber social. En virtud de lo expuesto, estos autores consideran que no resulta aplicable la teoría de la igualdad, ya que la cesión del control se realiza en el ámbito externo de la sociedad.

g.- Tesis del Deber de Fidelidad de los Administradores frente a los Accionistas.

Esta teoría se ha expuesto principalmente en los Estados Unidos de América, donde se ha considerado que existe un deber de fidelidad de los accionistas mayoritarios que controlan y manejan la empresa, frente a los minoritarios.

Lo anterior se deriva de una interpretación mediante la cual se asemeja la figura del fideicomiso ("trust") a la empresa. Se dice que los accionistas mayoritarios tienen un deber de tipo "fiduciario" frente a los minoritarios, los cuales tienen el carácter de fideicomisarios ("beneficiarios"). El deber fiduciario se fundamenta, según los propios autores, en el hecho de que los accionistas mayoritarios tienen a su cargo la administración del negocio y, por ese motivo, tienen la obligación de velar por los intereses de todos los socios. Este deber se entiende extendido no sólo al ámbito interno de la sociedad sino también al externo, en lo que se refiere a la protección de los derechos de los socios.

Otros doctrinarios señalan que, al actuar los miembros del consejo de administración de una sociedad como mandatarios, éstos tienen que velar por el interés de sus mandantes (los accionistas). Así, en caso de que los consejeros llegan a enterarse de

alguna circunstancia que pudiera variar la situación de los accionistas, deberán de notificarselos a éstos a fin de que estén en posibilidades de tomar la decisión que más convenga a sus intereses.

En tal virtud, los administradores "deben proteger los intereses legítimos de los accionistas ... y deben asegurarse que las operaciones de cesión del control se hagan con respecto al principio de igualdad de trato entre los accionistas, y deben hacer lo necesario (los consejeros) para que los accionistas puedan tomar una decisión con pleno conocimiento."(8)

La doctrina ha criticado esta teoría tomando en cuenta que los administradores son responsables directamente frente a la empresa y no frente a cada accionista en lo particular. Asimismo, este supuesto sería aplicable únicamente cuando la administra-

8.- Formulaciones hechas por la Comisión Bancaria Belga en un informe sobre las cesiones de control, transcrito en el Libro "La Oferta Pública de Adquisición" Op. Cit. pgs. 126 y 127. También puede consultarse a Kramer Allan. "Responsability of and Liability of Directors for Corporate Management," Business Lawyer. Vol. 31. April, 1976; "California Expands Majority Shareholder's Fiduciary Duty to Minority Shareholders". South Western Law Journal. Vol. 24 No. 3. pag. 528. y Bialkin Kenneth J. y otros." A Panel Discussion on Conflicts of Interest and the Regulations on Securities". Business Lawyer. Jan. 1973. pg. 545.

ción contará con la información sobre los términos y condiciones en que se transmitiera el paquete controlador, en cuyo caso la propia administración tendría que conceder, por lo que a información se refiere, un trato de igualdad a todos los accionistas. De lo contrario, sería responsable de los daños que pudieran sobrevenir para los socios que no contarán con la información necesaria para tomar una decisión.

En este sentido, ninguna legislación establece de manera precisa el deber fiduciario de los administradores frente a cada uno de los accionistas. La mayor parte de la doctrina coincide en señalar que "no existe base para afirmar la existencia de un deber general de fidelidad de los administradores frente a los accionistas individualmente considerados y mucho menos que tal deber exista en operaciones que no es tén situadas en el ámbito interno de la sociedad."(9)

h.- Tesis de la Posición de los Accionistas Minoritarios tras la Cesión del Control.

Esta teoría expone que la sociedad cuyo control es

9.- Zurita y Saenz de Navarrete "La Oferta Pública de Adquisición" Op. cit. pg. 69.

cedido puede sufrir cambios significativos que afecten a los accionistas minoritarios que no participaron en la operación de transmisión del paquete de acciones controlador. Al estar la administración de la sociedad en manos de un nuevo grupo, éste puede cometer abusos en contra de los accionistas minoritarios. Por tanto, esta teoría propone que se conceda a los accionistas minoritarios el derecho de retirarse de la sociedad al surgir la cesión del control.

Otros autores han propuesto que, de conformidad con los argumentos expuestos, los accionistas minoritarios deben de tener el derecho de vender sus acciones al mismo precio unitario por acción al que se vendió el paquete controlador.

Adicionalmente, otra parte de la doctrina contempla la posibilidad de que se establezca un mecanismo a través del cual, una vez que se ha cedido el control por el grupo mayoritario, el adquirente se vea obligado a hacer una oferta pública de compra, en iguales términos y condiciones en que adquirió el paquete controlador, a fin de que los accionistas minoritarios estén en posibilidad de enajenar su participación.

Uno de los principales expositores de esta tesis es

el profesor Andrews (10) quien argumenta que la justificación fundamental que tiene el pago de una prima por el paquete controlador, radica en la posibilidad que tendrá el adquirente de dirigir la empresa y, por ende, proteger directamente la inversión realizada. Ahora bien, el profesor Andrews señala que debe imponerse al comprador la obligación de hacer una oferta de compra al resto de los accionistas, en el mismo precio y en circunstancias análogas a las que se convinieron en relación con la venta del paquete mayoritario. La regla de la igualdad de oportunidades expuesta por Andrews indica que cuando el accionista que detenta el control desee vender su paquete, cualquier otro tenedor de acciones tendrá el derecho de vender su participación en los mismos términos. Por lo anterior, dicho autor señala que el accionista controlador que desee vender sus acciones, deberá vigilar que el resto de los socios tengan igual oportunidad para vender las suyas.

Los argumentos antes expuestos han tenido aceptación en la legislación y jurisprudencia de los países que se encuentran a la vanguardia en estos temas jurídi-

10.- Andrews. "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares." Harvard Law Review, 1965. pg. 505.

cos.

Ahora bien, las teorías expuestas así como las legislaciones y jurisprudencia que han establecido protecciones a los derechos de minorías en cuanto a la venta de paquetes de acciones controladores, han sido objeto de diversas críticas.

En relación con los supuestos de cesión del control de las sociedades, algunos autores opinan que los accionistas minoritarios no ven afectados sus intereses ya que lo único que se modifica es la tenencia de los títulos.

Otros autores han señalado que el cambio del grupo controlador puede tener efectos negativos para los accionistas minoritarios en virtud de que éstos no conocen la orientación o políticas que adoptarán los adquirentes en relación con la administración de la sociedad. La cesión de control puede implicar que la sociedad sea absorbida por una empresa controladora, quedando ésta como subsidiaria. Por lo anterior, la cesión de control puede tener efectos positivos o negativos para los accionistas, por lo cual debe darse a éstos la información necesaria para que se encuentren en posibilidad de decidir si conservan o vendan su participación en la sociedad.

B. Legislación y Jurisprudencia de Distintos Países en Relación con la Cesión del Control.

Considero importante para los efectos del presente trabajo, analizar la legislación y jurisprudencia adoptada por diversos países en relación con la cesión de control. Resulta interesante destacar la evolución que han tenido estos temas en los países que cuentan con un mercado de valores ampliamente desarrollado.

a.- Estados Unidos de América⁽¹¹⁾

Es importante señalar que ninguno de los preceptos de la legislación norteamericana, federal y estatal, prohíbe o limita expresamente la adquisición de paquetes de acciones controladores, con el pago de una prima.

El connotado caso Perlman vs. Feldmann resuelto por la Corte de Apelaciones para el Segundo Circuito, en

11.- En los Estados Unidos de América existe una exhaustiva bibliografía en relación con el tema de la cesión de control. De ésta destaca la siguiente: Berle y Means "The Modern Corporation and Private Property" OpCit; "Perlmann V. Feldman and the Sale of Control - A brief reconsideration" por Leonard J. Connoly. The Business Lawyer, April 1971, pg. 1261; Lipton Martín, "Sale of Corporate Control; Going Private". The Business Lawyer, vol. 31. April 1976 pg. 1689; Feis, William. "Is shareholder Democracy Attainable". The Business Lawyer. Vol. 31. Jan. 1976, pg. 621; Andrews "The Stock-holder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares" OpCit.

el año de 1955, revolucionó a la doctrina y jurisprudencia norteamericanas en cuanto a la licitud de las cesiones de control. De ahí, han surgido diversas teorías en relación con las ventas de paquetes de acciones controladores con el pago de un sobreprecio.

1. Legalidad de la Prima de Control.

En virtud de la importancia que reviste el caso Perlman vs Feldmann⁽¹²⁾ éste será analizado con todo detalle a continuación.

El Sr. Russell Feldmann era tenedor, junto con algunos familiares y amigos, del 37% de las acciones de una empresa denominada Newport Steel Corp., dedicada a la producción de acero. Dicha persona vendió su paquete accionario (37%) a una empresa denominada Wilport Co., la cual era propiedad de un sindicato de fabricantes de productos terminados de acero. El precio de compraventa fue de \$20 dólares por acción, estando estas cotizadas en el mercado secundario de valores en el momento de la compraventa, en \$10 dólares. En el contrato de compraventa que se firmó entre Feldmann y Wilport se estableció que el

12.- El resumen del caso Perlman V. Feldmann esta basado en el artículo "Perlman V. Feldmann and the Sale of Control" de Leonard Connolly. Opcit pg. 1259.

primero se obligaba a obtener la renuncia de los miembros del consejo de administración de Newport Steel, Corp., a fin de que el adquirente pudiera cubrir las vacantes. La compraventa se efectuó durante la guerra de Corea por lo cual había escasez de acero.

Perfeccionada la compraventa y designados los consejeros por parte de Wilport, algunos accionistas minoritarios demandaron tanto a Feldmann como a Newport. En la demanda, dichos accionistas minoritarios encabezados por Perlman exigían que se les entregara la parte proporcional que les correspondía de la prima de control cobrada por Feldmann.

Los actores del juicio fundamentaban su demanda en el hecho de que, según ellos, el control de la sociedad constituía un activo intangible de ésta y, por tanto, correspondía a todos los accionistas el sobreprecio que se pagara por el paquete de control. El grupo minoritario señalaba que el control significaba la facultad de distribuir el acero producido por la empresa, en una época de escasez de ese producto.

Asimismo, los actores del juicio señalaron que además de las acciones, Feldmann había vendido a Newport los siguientes elementos intangibles, propiedad de todos los accionistas:

- En la época en que se cerró la transacción, Newport se encontraba negociando la adquisición de cierta maquinaria que hubiera incrementado su capacidad de producción. El Sr. Feldmann había diseñado un plan financiero estructurado para adquirir la maquinaria en cuestión. Lo actores señalaban en la demanda que los adquirentes del paquete controlador no seguirían adelante con la adquisición de la mencionada maquinaria, lo cual iría en detrimento de la empresa y, por tanto, de los accionistas.

- Existía en esa época una escasez de acero provocada por la guerra de Corea. Los demandantes arguyen que durante ese período la empresa podría desarrollar una buena imagen comercial con los consumidores de acero de la zona de su ubicación, con lo cual podría incrementar sus ventas y competir, al final de la guerra, con productores mayores. Los actores consideraron que ese beneficio corporativo se había perdido con la cesión del control ya que Wilport era un sindicato de fabricantes de productos terminados de acero

y, al controlar a la empresa, todo el acero que se produjera iría a parar en manos del propio sindicato.

Perlmann perdió el juicio en primera instancia y apeló la sentencia ante la Corte de Apelaciones para el Segundo Distrito.

El Juez consideró que existía un deber fiduciario de los consejeros de Newport frente a los accionistas minoritarios en virtud de que éstos habían intervenido en la operación, teniendo un interés personal. Feldmann, a juicio de la Corte, violó ese deber fiduciario ante los demás accionistas al negociar la venta de su paquete obteniendo una utilidad personal, sin haber incluido a sus socios. La sentencia obligó a Feldmann a reintegrar la prima a los accionistas minoritarios, en proporción a su participación en el capital.

El caso resultó innovador en virtud de que estableció la regla en el sentido de que obtener una prima en la venta de un paquete accionario de control será ilícito en la medida en que el accionista adquirente pueda causar un perjuicio a la empresa misma y, por tanto, al resto de los accionistas; o bien dicho adquirente no lleve a cabo los proyectos de crecimiento y expansión que se tenían proyectados, lo cual redundará también en perjuicio del logro de los

objetivos de la empresa.

Estos dos supuestos, el perjuicio directo y la falla en el logro de los objetivos, pueden derivar en una sentencia mediante la cual se condene al cedente del control a pagar a los demás accionistas la parte de la prima que les corresponda según su participación en el capital.

En el caso de Feldmann, no se contemplo al control como un activo social, de acuerdo con la tesis de Berle y Means. Tampoco se limitó per se la venta del bloque controlador con el pago de una prima. La legislación norteamericana, estatal y federal, no ha considerado ilícito expresamente el hecho de vender un paquete controlador con el pago de un sobreprecio. En el multicitado caso, el juez estimó ilícita la ganancia obtenida por Feldmann en virtud de que, por la cesión del control, se estaba dañando el futuro de la empresa.

En la sentencia sobre el caso Perlman vs. Feldmann, la Corte expuso lo siguiente:

"No es nuestra intención sugerir que los accionistas mayoritarios no pueden vender su paquete de acciones controlador sin tener que compartir la prima, o prohibir esto cuando el comprador sea un cliente actual o potencial de los productos de la empresa. Pero

cuando la venta resulta necesariamente en un sacrificio para la empresa y, por consiguiente, el fiduciario que aceptó dicho sacrificio obtiene utilidades elevadas en la transacción, debe éste compartirlas con los demás".(13)

Por tanto, el juicio de referencia indica que es ilícito vender un paquete de acciones controlador con el pago de una prima, cuando de la cesión del control surgirán indefectiblemente problemas para la empresa o cuando, por ese acto, ésta no tendrá en el futuro el mismo desarrollo proyectado.

2. Legalidad del Pacto de Obtención de Renuncias de Consejeros.

Por otra parte, los tribunales estadounidenses han establecido en sus sentencias que es ilegal vender y comprar el control en sí mismo, es decir los cargos de miembros del consejo de administración.

En la mayoría de los casos en que se vende un paquete de acciones representativo del control, se establece en los contratos respectivos que el vendedor se obliga a que los miembros del consejo de administración nombrados por él re-

13.- Sentencia del Juez Clark en el juicio Perlmann v. Feldman citada por Connolly Leonard "Perlmann v. Feldman and the Sale of Control" Op. Cit. pg. 1260.

nuncien a sus cargos, a fin de que el comprador pueda substituirlos.

Para determinar si es legal o no un contrato de compraventa de un paquete de acciones controlador, debe verificarse si el objeto real del mismo es el propio paquete de acciones o bien, si lo que se esta vendiendo son los lugares vacantes en el consejo de administración.

En los casos en que se vende un paquete de acciones que constituye la mayoría del capital social, y se establece la obligación del vendedor de obtener las renunciias de la mayoría de los consejeros, los tribunales se han inclinado a señalar que la prima se está pagando por las acciones y no por los lugares que podrán ocuparse en el consejo, por lo cual esto resulta legal.

Por otra parte, en los casos en que se vende un paquete minoritario de acciones y en el contrato se incluye la cláusula de renunciias de los consejeros, los tribunales han dispuesto que, en virtud de que el paquete minoritario en sí no representa el control de voto de la sociedad, la prima no puede atribuirse a la venta de las acciones sino a la obligación de obtener las renunciias de los consejeros. Los tribunales han considerado que es ilegal la venta de lo que han denominado como "dictadura".

En relación con este asunto, surgió un importante caso del cual han derivado múltiples reglas: Essex Universal Corporation vs. Yates.

Essex Universal convino en comprar a Yates el 28.3% de las acciones en circulación de Republic Pictures Co. Se estableció una prima de control equivalente a \$2 dólares por cada acción, sobre el precio de cotización en la bolsa de valores. En el contrato se incluyó una estipulación mediante la cual se daba al comprador el derecho de exigir, cuando se perfeccionara la compraventa, la renuncia de la mayoría de los miembros del consejo de administración y la instalación, en dichos cargos, de las personas que éste designara. El día en que la operación debía perfeccionarse a través del piso de remates de la bolsa, el vendedor se negó a enajenar el paquete accionario, lo cual provocó que Essex Universal demandara a éste por incumplimiento de las obligaciones convenidas.

La demandada se defendió con el argumento de que el contrato de compraventa era ilegal en virtud del pacto que el mismo contenía en cuanto a las renunciaciones de la mayoría de los consejeros.

La corte decidió que el contrato de compraventa era ilegal y, por ende, no podía exigirse su cumplimiento en virtud de que el 28.3% de las acciones no daban el derecho de designar a la mayoría del consejo. Las designaciones de los consejeros se habían logrado mediante la unión de otros vo-

tos del resto de los accionistas minoritarios en la asamblea respectiva. Por tanto, el hecho de que el comprador pudiera substituir a los consejeros cuando éstos renunciaran, sin tomar en cuenta a los accionistas minoritarios que habían apoyado la elección, fue considerado como una "venta ilegal de dictadura". De la decisión de la corte puede deducirse que la estipulación que se pacte en un contrato de compraventa de acciones relativa a la renuncia de la mayoría de los consejeros y su reemplazo por el adquirente no es ilegal per se. La ilicitud surge cuando el paquete de acciones que se está vendiendo no es en sí el controlador y, por ende, resulta injustificado que el adquirente obtenga inmediatamente el control mediante la substitución de la mayoría de los consejeros. Lo anterior se fundamenta en que, si bien es cierto que el vendedor detentaba el control de la sociedad con un paquete minoritario, éste lo había logrado mediante el voto de sus acciones en conjunto con las de los demás accionistas minoritarios que apoyaron la planilla de consejeros propuestos por él en la asamblea.

Por tanto, se deduce que es legal que el vendedor de un paquete de acciones se obligue a obtener la renuncia de la mayoría de los consejeros de una empresa, siempre y cuando el paquete que se está vendiendo constituya el bloque que efectivamente controla la empresa.

3. Deber Fiduciario del Accionista Controlador frente a los Accionistas Minoritarios.

En los Estados Unidos se suscitó un importante caso del cual pueden deducirse ciertas reglas específicas en relación con el deber fiduciario o de fidelidad que tienen los accionistas mayoritarios que administran la empresa, frente a los minoritarios.

En el caso Jones vs H.F. Ahmanson & Co., los accionistas mayoritarios aportaron sus acciones de la sociedad a una empresa controladora constituida por ellos mismos. Por tanto, la empresa que originalmente era de su propiedad pasó a ser una subsidiaria de la nueva "holding". La empresa controladora fue colocada entre el gran público inversionista, lo cual dió bursatilidad a los títulos de los mayoritarios, quienes podían comprar o vender fácilmente las acciones de la controladora en el mercado. La Suprema Corte del Estado de California decidió que se había causado un perjuicio a los accionistas minoritarios en vista de que no se les había dado la oportunidad de participar en la empresa controladora que posteriormente se colocó entre el público. Los accionistas mayoritarios eran a su vez miembros del consejo de administración de la sociedad original y, por tanto, tenían la obligación de actuar en beneficio de todos los accionistas y no solo del grupo controlador. El grupo mayoritario tuvo que resarcir al grupo de accionistas minoritarios de los daños y perjuicios que se les causaron.

4. Información Privilegiada

En época reciente han surgido diversos juicios en relación con la regla 10b-5 emitida por la Comisión de Valores de los Estados Unidos de América. Dicha regla prohíbe el uso de técnicas fraudulentas, por comisión u omisión, en relación con la venta de valores. De esta regla han surgido diversos juicios en relación con las adquisiciones o ventas que realicen los administradores o personas con acceso a información privilegiada respecto de los valores de la emisora a la que se encuentran vinculados.

Uno de los principales casos en que se discutió el alcance de la Regla 10b-5 fue Ferraioli vs. Cantor,⁽¹⁴⁾ resuelto por la Corte de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito Sur de Nueva York. En este caso, Ferraioli fue tenedor de acciones de una empresa denominada General Baking Co. durante el período comprendido del 1ero. de febrero al 17 de mayo. Ferraioli intentó una acción judicial en el sentido de que Dennison, principal accionista

14.- El resumen del caso Ferraioli V. Cantor esta basado de Lipton Martin "Sale of Corporate Control"; Going Private" Op. Cit. pg. 1690.

de General Baking, y otras personas habían vendido un paquete controlador a otra empresa, la cual pago una prima significativa por encima del precio de cotización de la acción. El demandante señalo que Dennison había vendido ese paquete sin (i) informar a todos los accionistas minoritarios sobre la transacción que estaba negociando, y (ii) ofrecer a todos los accionistas la oportunidad de participar en la operación de compraventa, lo cual les hubiera significado una importante utilidad en virtud de la prima. En el lapso en que se efectuó la negociación, Ferraioli enajenó su paquete a un precio unitario por acción equivalente a \$8-7/8. El grupo de Dennison vendió el paquete controlador en \$12.50 por acción, siendo que el precio de mercado de las mismas en el momento de la transacción se encontraba en \$9. El actor señaló que, de haber estado enterado de la operación de adquisición del control, hubiera intentado vender sus acciones al precio en que se negocio éste.

El punto medular de este caso surgió del hecho de que el vendedor del paquete controlador informó solo a ciertos accionistas minoritarios sobre la operación de venta del control que estaba negociando y les permitió vender sus acciones junto con dicho paquete controlador.

Dennison únicamente informó a algunos accionistas y, en virtud de que se le considera como "insider" de acuerdo a

las disposiciones relativas del mercado de valores, éste violó la regla 10b-5. Ferraioli ganó el caso y exigió la reparación de los daños y perjuicios causados.

En el caso en comentario, la Corte no analizó la legalidad de los supuestos en que se vende el paquete controlador con el pago de un sobreprecio sin darle participación a los demás accionistas. Se limitó a declarar la ilegalidad de las operaciones que se celebran en violación de la regla 10b-5, la cual consistió en que los accionistas controladores y administradores divulgaron información privilegiada solo a un grupo parcial de accionistas, quienes usaron tal información en beneficio propio. Asimismo, es importante hacer notar que la regla mencionada es aplicable únicamente en los casos en que el demandante haya comprado o vendido valores, ya que ésta tiende a proteger a los compradores o vendedores de valores de los abusos que pueden cometer los accionistas mayoritarios así como los administradores de las emisoras.

5. Conclusiones en Relación con la Jurisprudencia Norteamericana.

En relación con los casos que se han examinado, puede concluirse lo siguiente en relación con las ventas de paquetes de acciones controladores, pagándose por éstos, además de su precio, una prima:

Es posible legalmente realizar una operación de compraventa de un paquete de acciones controlador, por el que se pague un sobreprecio, incluyendo en el contrato respectivo una estipulación que obligue a la renuncia de los consejeros que se encuentran desempeñando el cargo, siempre y cuando:

- La identidad del comprador del paquete controlador o las circunstancias de la operación de compraventa no resulten en perjuicios comerciales posteriores para la sociedad y, por ende, para los accionistas.
- Que el paquete de acciones signifique el control de la sociedad.
- Que no se haya divulgado información respecto de la transacción a un grupo selecto de accionistas minoritarios.
- Que el vendedor no tiene conocimiento del hecho de que el comprador iba a actuar en detrimento del interés de la sociedad.

Por lo anterior, resulta aconsejable que la adquisición del control de una sociedad se haga a través de una oferta pública de compra, en la cual se otorguen iguales oportunidades a todos los accionistas, mayoritarios y minoritarios.

Dicha oferta pública de compra puede estar ya convenida entre el adquirente y la persona que detenta el control.

Así, se dará una mayor seguridad a todas las partes, incluyendo a aquellos que ceden el control.

Ahora bien, las cortes norteamericanas han establecido que, en principio y salvo los casos excepcionales que hemos revisado, es legal la venta del paquete de acciones controlador con el pago de un sobreprecio, considerando que el propio paquete tiene un valor por encima del resto de las acciones en virtud de que comprende el control de la sociedad.

b.- Inglaterra.(15)

Al igual que la legislación norteamericana, ni el Common Law ni el Company Law consideran que, en principio, es ilícito vender un paquete de acciones controlador con el pago de una prima, sin ofrecer las mismas oportunidades a los accionistas minoritarios.

Diversas sentencias, que se consideran como parte del Common Law, han establecido que es lícita la venta del control con el pago de un sobreprecio, en virtud de que, al efectuarse ésta, la situación de los accionistas minoritarios frente a la empresa no varía en absoluto. También se ha establecido que

15.- El libro "La Oferta Pública de Adquisición" de Jaime Zurita y Saenz de Navarrete Op.cit., contiene un excelente estudio en relación con la autorregulación del mercado de valores inglés.

resulta diferente el caso en el cual el accionista mayoritario utiliza maniobras fraudulentas en la venta del control de la sociedad, pues éste será responsable de los daños que se causen. De otra forma, en supuestos en que no existe este tipo de maniobras, los accionistas mayoritarios tendrán el derecho de vender su paquete al precio que más les convenga.

En el ámbito del mercado de valores inglés, existe un importante sistema de autoregulación de las operaciones bursátiles. Dentro de este sistema encontramos el "City Code on Take-overs and Mergers" el cual regula las transacciones que se efectúan en la bolsa de valores. Dicho Código tiende a reglamentar toda toma de control por medio de adquisiciones de acciones en bolsa y tiene dos principios fundamentales: el de la igualdad de trato y el de la completa información para todos los accionistas.

La regla 34 del Código de la City se refiere expresamente al caso que nos ocupa. Dicha regla contempla, a nivel de autoregulación del medio financiero y bursátil, la teoría de igualdad de todos los accionistas en las cesiones de control. Se establece que la persona que adquiera, por cualquier medio, un número de acciones que le permita el ejercicio del 30% de los derechos de voto de una sociedad, deberá

hacer una oferta de compra al resto de los accionistas a un precio equivalente al más alto pagado por los valores correspondientes en las operaciones realizadas en los doce meses precedentes.

También se aplica la regla antes mencionada, en el supuesto de que la persona que sea tenedora de las acciones que representen más del 30% y menos del 50% de los derechos de voto de una sociedad, adquiera una participación adicional que represente más de 2% de las acciones con derechos de voto, en un período de un año.

La regla 34 impone al adquirente del paquete controlador la obligación de realizar la oferta pública de compra y no, como en el caso de otras legislaciones, que dicha obligación recaiga en el vendedor. La regla no distingue la manera en que el control ha sido obtenido, ni se ocupa del o de los vendedores de los paquetes de acciones. La protección de los accionistas minoritarios surge en virtud de que éstos tendrán la posibilidad de elegir entre seguir en la sociedad con un nuevo socio controlador, o bien, vender su paquete a un precio sumamente atractivo, ya que éste es el que resulte más alto de las operaciones que se hayan efectuado en un año. Por lo an-

terior, la regla 34 consagra a su grado máximo la tesis de igualdad de oportunidades entre los accionistas, ya que se permite a todos vender sus participaciones a un sobre precio. Esta teoría sustenta que el adquirente del control tendrá, por ese hecho, la obligación de conceder a todos los accionistas iguales oportunidades.

Como podemos observar, la reglamentación británica del mercado de valores se encuentra a la vanguardia en cuanto a las cesiones de control, habiendo dado un importantísimo paso en relación con la protección de los accionistas minoritarios, concediéndoles a éstos las más amplias oportunidades de reconsiderar su posición dentro de una sociedad en la cual se ha vendido el paquete mayoritario. La reglamentación anteriormente mencionada crea un clima de igualdad en el trato de todos los accionistas, así como de seguridad para el público inversionista.

Es importante considerar que la reglamentación británica se ha dado en el ámbito del mercado de valores, a diferencia de lo ocurrido en los Estados Unidos, donde este tema se ha enfocado desde el punto de vista de la legislación aplicable a la socie-

dades mercantiles.

c.- Francia (16)

En Francia se ha enfocado la reglamentación de las cesiones de control desde el punto de vista del derecho bursatil. Por tanto, las reglas establecidas únicamente serán aplicables a las sociedades inscritas en bolsa. La legislación francesa referente a las sociedades mercantiles no regula la venta de paquetes importantes de acciones que puedan significar el control de una empresa.

El primer paso que se dió en este país fue el de modificar el Reglamento General de la Compañía de Agentes de Cambio, a fin de que cualquier operación que se realice con valores fuese llevada a cabo con la intermediación de un agente de valores y de la propia compañía.

Posteriormente, se reglamentaron por separado las operaciones de compraventa de bloques de control de valores cotizados o inscritos en la bolsa francesa. Se estableció que la persona que pretenda adquirir un bloque de acciones controlador, deberá hacerlo a través de una oferta pública de compra o bien, si ya

ha adquirido el paquete de control, éste deberá de publicar en el boletín de cotizaciones un aviso en relación con las operaciones que ha efectuado. Asimismo, el adquirente del paquete controlador se comprometerá a comprar, al precio en que adquirió tal paquete, todos los títulos que se le ofrezcan durante quince sesiones de remates de la bolsa.

Por tanto, la reglamentación francesa, aún cuando se refiere únicamente a la sociedades inscritas en la bolsa, contempla también la teoría de igualdad de trato entre los accionistas. Las dos posibilidades que se consideran en la legislación francesa a fin de obtener el control, dan a los accionistas minoritarios la facultad de determinar si desean conservar sus acciones o bien, venderlas a un precio atractivo, ya que el mismo incluye la prima de control.

d.- México

La legislación y la Jurisprudencia de nuestro país no contienen disposiciones que limiten, en principio, la libre transmisión de paquetes de acciones que otorguen a su tenedor la facultad de controlar a la empresa emisora.

En principio, todos aquellos que tengan capacidad legal para contratar conforme a la ley, podrán realizar operaciones con títulos de crédito, salvo los casos en que se requiera concesión o autorización especial.(17) Las acciones representativas del capital de las sociedades mercantiles son títulos de crédito nominativos que servirán para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio.(18)

Por lo anterior, cualquier persona capaz puede, salvo disposición expresa en contrario, adquirir cualquier número de acciones de una sociedad anónima.

1. Restricciones Especiales

Ahora bien, la legislación societaria mexicana contiene ciertas reglas que deberán respetarse a fin de que las operaciones de adquisición de paquetes de acciones controladores sean lícitas:

17.- Artículo 3o. de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

18.- Artículo 111 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

- 1) Para proceder a la constitución de una sociedad anónima es necesario que haya cinco socios como mínimo y que cada uno de ellos suscriba una acción por lo menos. (19) Por otra parte, es causa de disolución automática de las sociedades mercantiles el hecho de que el número de accionistas llegue a ser inferior al mínimo que establece la ley. (20)

En virtud de lo anterior, la persona que adquiera el paquete de acciones controlador jamás podrá comprar la totalidad de éstas ya que, de lo contrario, caería en un supuesto de disolución anticipada de la sociedad.

- 11) En los estatutos de las sociedades puede establecerse que la transmisión de las acciones sólo se haga con la autorización del consejo de administración, el cual podrá negar ésta

19.- Artículo 89 fracción I de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

20.- Artículo 229 fracción IV de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

designando a un comprador al precio corriente en el mercado.(21) En virtud de que, en este supuesto, es requisito previo obtener la autorización del consejo, en caso de que algún accionista venda sus títulos sin haber obtenido ésta, será nulo el contrato. La anterior limitación a la transmisión de las acciones únicamente puede establecerse en las sociedades familiares o cerradas, donde los accionistas quieren controlar la entrada de nuevos socios, por lo cual se adjudican la facultad de autorizar al comprador o bien, escoger a alguna otra persona con la cual quieran establecer alguna relación. En las sociedades públicas cuyos valores se cotizan en bolsa, estas restricciones son del todo inoperantes ya que por la versatilidad del mercado bursátil, se llevan a cabo cientos de compraventas diarias. Resultaría imposible incluir esa limitación a la libre transmisión

21.- Artículo 130 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

de las acciones en relación con las sociedades públicas. Lo anterior atentaría directamente en contra del espíritu de libre transmisibilidad que impera en los mercados bursátiles.

iii) Ahora bien, los accionistas de una sociedad mercantil podrán conservar en todo momento su participación en el capital social, ya que tienen el derecho de preferencia para suscribir, en proporción al número de sus acciones, las que se emitan en caso de aumento del capital social.(22) Por tanto, ningún accionista podrá ser desplazado por el mayoritario mediante aumentos de capital. Este derecho de preferencia deberá ser respetado en todo momento por el accionista controlador.

2. Registro de Accionistas

Para que el titular de las acciones sea reconocido como tal frente a la sociedad así como para poder ejercitar frente a ésta los derechos que de las pro-

22.- Artículo 132 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

pías acciones se derivan, (23) deberá estar inscrito en el registro de acciones que llevará la empresa. (24) Al adquirir la acciones, el propietario deberá solicitar a la sociedad que realice la anotación de la transmisión que se ha efectuado. También deberá indicarle su nombre, nacionalidad y domicilio así como el número, serie, clase y demás particularidades de las acciones.

En cuanto a las acciones emitidas por sociedades públicas, las cuales generalmente se encuentran depositadas en el Instituto para el Depósito de Valores, previamente a la celebración de cualquier asamblea de accionistas, la casa de bolsa que actúe como depositaria de los valores tendrá la obligación de proporcionar a las empresas emisoras un listado de los nombres de los titulares de los propios valores, a fin de que se actualicen las inscripciones en los libros de registro de acciones nominativas. (25)

-
- 23.- Artículo 24 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.
 - 24.- Artículos 128 y 129 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.
 - 25.- Artículo 78, fracción I, último párrafo de la Ley del Mercado de Valores.

3. Operaciones en Bolsa

Existe una serie de reglas técnicas bursátiles que deben tomarse en cuenta en cuanto a la adquisición de paquetes significativos de acciones en la bolsa de valores. En adelante se planteará la problemática que se presenta en cuanto a las adquisiciones de paquetes significativos de valores en bolsa.

1) Valores

Son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa.(26) Sólo podrán ser objeto de intermediación en el mercado de valores los documentos inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.(27) Por otra parte, la intermediación en el mercado de valores corresponde únicamente a las casas de bolsa, que son las instituciones inscritas en la Sección de Intermediarios del Registro antes mencionado.(28)

26.- Artículo 3o. de la Ley del Mercado de Valores.

27.- Artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores.

28.- Artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores.

Por tanto, únicamente podrán inscribirse en bolsa, los valores previamente inscritos en el propio Registro⁽²⁹⁾ y las operaciones de compraventa de valores tendrán que llevarse a cabo con la intermediación de casas de bolsa.

Ahora bien, a fin de obtener y mantener la inscripción de los valores en la Sección de Valores del Registro, con lo cual éstos podrán operarse en el mercado, es necesario que los mismos tengan o puedan llegar a tener una amplia circulación en relación con la magnitud del mercado o de la empresa emisora.⁽³⁰⁾ Por ende, la tenencia de los valores debe estar ampliamente diversificada a juicio de la Comisión Nacional de Valores, ya que esto genera un mercado más sano.

En caso de que ciertos valores dejaran, a juicio de la propia autoridad administrativa, de tener una amplia circulación en el merca-

-
- 29.- Artículo 70 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
- 30.- Artículo 14 fracción III de la Ley del Mercado de Valores.

do, dicha Comisión podría llegar a suspender o cancelar su registro.(31) Para efectuar lo anterior, la autoridad deberá oír previamente al emisor de los valores de que se trate, a menos que considere prudente suspender precautoriamente el registro, lo cual podrá hacer en forma temporal y por un plazo no mayor de sesenta días.

Por otra parte, podrá suspenderse el registro de un valor en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., cuando a juicio de su consejo de administración, se produzcan, respecto del valor de que se trate, condiciones desordenadas u operaciones no conformes a los sanos usos o prácticas del mercado, imputables al emisor.(32) Para que pueda suspenderse el registro, el consejo deberá fundar su decisión y fijar el plazo de la suspensión.

Por lo anterior, en el caso de que se realice una venta del paquete mayoritario o controla-

31.- Artículo 16 de la Ley del Mercado de Valores.

32.- Artículo 93 fracción III del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

dor de acciones de una emisora, o se den los pasos que estén encaminados a efectuar tal operación, tanto la Comisión Nacional de Valores como el consejo de administración de la Bolsa, podrán suspender el registro de los valores, invocando las razones siguientes:

- que la tenencia de los títulos no se encuentra diversificada, como es la intención de esas instituciones y que, por tanto, los valores no tienen una amplia circulación lo cual hace inadecuada su negociación en el mercado bursátil.

- que al realizarse compraventas masivas de títulos se producen condiciones desordenadas u operaciones no conforme a los sanos usos o prácticas del mercado.

Por lo anterior, a fin de que pueda perfeccionarse una operación de adquisición del control de una empresa cotizada en bolsa, deberá cuidarse, en la medida de lo posible, que los supuestos antes aludidos no lleguen a configurarse.

ii) Operación en Bolsa

La operación mediante la cual se transmite la propiedad del paquete controlador de ac-

ciones de una emisora cotizada en la Bolsa de Valores puede realizarse por medio de operaciones bursátiles de naturaleza diversa.

Cabe señalar que el vendedor del paquete mayoritario y el adquirente del control deben estar de acuerdo en cuanto a los términos en que se realizará la compraventa de las acciones. Principalmente deberán de convenir el número de acciones y el precio unitario por acción que deberá pagarse, el cual seguramente incluye la prima de control. Por tanto, una vez convenidos esos elementos, el vendedor deberá depositar sus acciones en la casa de bolsa de su preferencia, y el comprador deberá depositar, de igual manera, el monto equivalente al precio de la operación. Ambos deberán celebrar un contrato de comisión mercantil⁽³³⁾ con la casa de bolsa, a fin de que ésta realice, por cuenta de aquéllos, los actos de comercio consistentes en comprar y vender valores.

33.- Circular 10-46 expedida por la Comisión Nacional de Valores.

De lo anterior surgen algunos problemas en virtud de la mecánica bursátil que habrá de seguirse a fin de realizar la operación en bolsa y, por ende, transferir la propiedad del paquete de acciones controlador.

A continuación se analizarán las distintas situaciones que pueden presentarse en la Bolsa, en cuanto a la operación de compraventa de un paquete de acciones controlador.

Precio.- Seguramente el precio de cotización en el mercado de las acciones que se transferirán difiere del precio pactado entre el comprador y el vendedor, ya que éste último incluye la prima de control. Por lo anterior, será necesario llevar a cabo diversas operaciones en bolsa a fin de elevar el precio de cotización al nivel deseado para la transferencia del paquete controlador. Lo anterior, en vista de que no pueden realizarse operaciones a un precio distinto que el imperante en ese momento en el mercado. En la Bolsa de Valores existe un sistema de precios base con parámetros de fluctuación permitida (34). Se entiende como precio base

34.- Artículo 167 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

el correspondiente al último hecho al que se operó el valor respectivo en el piso de remates de la bolsa. Por tanto, únicamente podrán realizarse operaciones al precio base o, en su caso, al precio de las fluctuaciones permitidas. El parámetro en vigor permite que ocurran fluctuaciones del 10% a la alza o baja del precio base, esto significa que podrán comprarse acciones al precio en que se realizó la última transacción, o bien 10% más caras o 10% más baratas.(35)

Ahora bien, cuando una operación rebasa el parámetro del 10%, se hará una anotación especial en la pizarra del piso de remates y se suspenderán por 15 minutos las operaciones con la acción de que se trate. Una vez transcurrido el lapso mencionado, se establecerá un nuevo precio base. De repetirse otra fluctuación por más del 10% sobre el nuevo precio base, se suspenderá la operación por 30 minutos; la operación que exceda posteriormente del nuevo precio base fijado después de la operación, una vez transcurrida la

35.- Artículo 169 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

media hora, se suspenderá por 60 minutos cada vez. Si durante cualquier suspensión algún otro operador realiza operaciones dentro del parámetro vigente, no se establecerá un nuevo precio base.(36)

Como podrá apreciarse, las casas de bolsa involucradas tendrán que celebrar varias operaciones de compraventa de acciones a fin de aumentar el precio base para llevarlo al monto en el cual se efectuará la transmisión del paquete de acciones controlador. Debe considerarse el tiempo que tomará el elevar dicho precio base ya que, en algunos casos, esto no puede realizarse en un sólo día, debido a las suspensiones progresivas de operaciones antes aludidas.

Pujs.- En la Bolsa de Valores no pueden celebrarse operaciones con precios que incluyan decimales, siendo que los mismos deben ajus-

36.- Artículos 170 y siguientes del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

tarse a las pujas establecidas.(37) Por tanto, el precio de las acciones debe incrementarse conforme a las pujas. Por ejemplo, si una acción tiene un precio de \$1,000 no pueden ofrecerse por ella \$1,003 sino que la puja mínima para los valores de ese precio es de \$10. Las pujas en relación con valores de renta variable, deberán ajustarse a las siguientes reglas:

<u>Precio mínimo</u>		<u>Precio máximo</u>	<u>Mínimo de Puja</u>
De \$ 0.05	a \$	4.95	\$ 0.05
De \$ 5.00	a \$	9.90	\$ 0.10
De \$ 10.00	a \$	49.75	\$ 0.25
De \$ 50.00	a \$	99.50	\$ 0.50
De \$ 100.00	a \$	199.00	\$ 1.00
De \$ 200.00	a \$	498.00	\$ 2.00
De \$ 500.00	a \$	995.00	\$ 5.00
De \$1,000.00	a \$4,990.00		\$10.00
De \$5,000.00	en adelante		\$50.00

Por lo anterior, es importante que el precio

37.- El Artículo 152 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. establece el sistema de pujas que opera en las transacciones bursátiles.

que se pagará por el paquete de acciones controlador se ajuste, en todo caso, a las pujas respectivas. Si del precio originalmente pactado resultan decimales, estos deberán de redondearse a la siguiente puja.

Lotes.- Por otra parte, no pueden adquirirse números de acciones que no se ajusten al sistema de lotes que ha establecido la Bolsa. Por ejemplo, no se pueden comprar 97 acciones sino que tienen que adquirirse paquetes de 100. En la bolsa se forman lotes de acuerdo al precio de las acciones, a fin de que exista un mercado ordenado.

Los lotes mínimos son los siguientes: (38)

<u>Precio mínimo</u> <u>de la acción</u>	<u>Precio máximo</u> <u>de la acción</u>	<u>Lote</u>
De \$ 0	a \$ 498.00	100 acciones
De \$ 500	a \$ 995.00	50 acciones
De \$ 1,000	a \$9,950.00	25 acciones
De \$10,000	en adelante	10 acciones

Resultaría sumamente impráctico realizar

operaciones por montos de acciones que no se ajusten a los lotes antes establecidos. Las operaciones por cantidades menores a los lotes mínimos se denominan picos y quedan sujetos a otra serie de reglas de operación establecidas por la Bolsa.(39)

Tipos de operación.- En la Bolsa de Valores existen cuatro tipos de operaciones dependiendo de la forma en que las mismas se concierten: en firme, de viva voz, de cruce y de cama.(40) En el caso que no ocupa, dependiendo de la peligrosidad que represente la operación de compraventa del paquete controlador de acciones y tomando en cuenta a los adversarios, caben dos posibilidades: o una operación de viva voz o una de cruce de los títulos.

Las operaciones de viva voz son aquellas en que un operador de piso propone una transacción en voz alta en el piso de remates de la

39.- Artículo 154 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

40.- Artículo 96 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Bolsa, señalando si es de compra o venta así como el tipo de valores, el precio y otros datos respecto a los mismos. La operación queda concentrada cuando otro operador de piso acepta la propuesta diciendo en voz alta la palabra "cerrado".(41) Ahora bien, en la práctica bursátil se llevan a cabo unas operaciones de viva voz que se denominan en el medio como "carbonatazos". Estas transacciones consisten en que dos operadores de piso se ponen de acuerdo en cuanto a alguna operación, ambos van a una esquina del piso de remates de la Bolsa y ahí uno dirá en voz relativamente baja que ofrece tales valores y el otro, también en ese tono de voz, dirá "cerrado", con lo cual habrán concertado la operación de compraventa. Posteriormente, el operador vendedor registrará la operación mediante la ficha correspondiente. Esta operación resulta ser la más segura a fin de transmitir la propiedad de un paquete controlador de acciones ya que no hay posibilidades

41.- Artículo 115 del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

de que otro operador se adelante o intervenga y tome el paquete que se está negociando. De esta manera, se asegura que el paquete quedará en manos del comprador del control. Esta operación tiene como inconveniente que deben usarse los servicios de dos casas de bolsa, con lo cual se da una mayor publicidad a la operación. En caso de que exista el temor de que alguna otra persona pudiera pretender tomar el paquete al ofrecerse la operación, es recomendable el método antes aludido en virtud de que puede asegurarse que la compraventa se efectúe en la forma planeada.

La naturaleza jurídica de las operaciones de viva voz que se efectúan en el piso de remates de la bolsa es la de una simple oferta verbal contemplada en la legislación común⁽⁴²⁾, mediante la cual un operador de piso propone a otro la celebración de un contrato de compraventa y el otro manifiesta su consentimiento expreso al decir la palabra "cerrado". En ese momento ha quedado perfeccionado el contrato de compraventa de las acciones. Se dan los elementos necesarios para

42.- Artículo 1805 del Código Civil para el Distrito Federal.

la existencia del propio contrato⁽⁴³⁾: por una parte, el consentimiento se ha otorgado expresamente en forma verbal⁽⁴⁴⁾, por la otra, se da el objeto que puede ser materia del contrato, que son las acciones, o sea las cosas que el obligado debe dar⁽⁴⁵⁾. Asimismo, queda perfeccionada la transmisión de la propiedad de las acciones ya que existe un acuerdo en cuanto a la cosa y al precio objeto de la compraventa ⁽⁴⁶⁾.

Por otra parte, las operaciones de cruce o cruzadas son aquellas en que un mismo operador de piso ejecuta una compra y una venta de un mismo valor y a igual precio. Como se verá mas adelante, estas operaciones son sumamente peligrosas cuando involucran la transmisión de la propiedad de paquetes de acciones controladores, en virtud de que,

-
- 43.- Artículo 1794 del Código Civil para el Distrito Federal.
- 44.- Artículo 1803 del Código Civil para el Distrito Federal.
- 45.- Las acciones que se vendan en Bolsa cumplirán con los requisitos que establece el Artículo 1825 del Código Civil, en cuanto a las cosas objeto de los contratos pues existen en la naturaleza; están determinadas ya que el operador señala sus características y están en el comercio.
- 46.- Artículo 2248 del Código Civil para el Distrito Federal.

cualquier otro operador que tenga instrucciones al respecto de un grupo adverso o que conozca la operación y le resulte interesante, podrá apoderarse del propio paquete de acciones, dejando fuera al adquirente original.

En las operaciones de cruce, el operador de piso acude al lugar destinado al efecto en el piso de remates de la Bolsa. Ahí, deberá sonar un timbre destinado para ese propósito y deberá expresar en forma pausada, con toda claridad y de manera audible, la operación de cruce que realizará, incluyendo el tipo de valor, la emisora del mismo, la serie, la palabra "doy" o "tomo", la cantidad de valores y el precio.(47) En caso de que el operador respectivo no dé los datos completos en relación con la operación o incumpla con lo anterior, los jueces de cruce de la Bolsa podrán anular ésta, debiéndose repetir desde su inicio.

47.- Artículo 116 y siguientes del Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Esto resulta peligroso en virtud de que cualquier otro operador de piso puede tomar todos los valores objeto de la operación de cruce o bien, ofrecer al operador que está realizando el cruce más valores de la misma especie, los cuales tendrá que adquirir éste último. Por tanto, el operador interesado deberá de decir las palabras "doy" o "tomo" en forma audible para que el operador que está realizando la transacción las tome en cuenta. Ahora bien, cualquier operador puede tomar un monto menor de los valores objeto del cruce, considerando los lotes que fueron analizados anteriormente. Para que el operador de piso ajeno al cruce intervenga en éste, es necesario que compre las acciones una puja arriba o bien, que venda los propios valores una puja abajo, de conformidad con las reglas de pujas que también fueron objeto de estudio.

En tal virtud, de existir alguna otra persona interesada en adquirir el paquete controlador de acciones, la operación de cruce puede resultar peligrosa, siendo más segura la de viva voz.

Las operaciones de cruce son compraventas que

celebra la casa de bolsa por cuenta de terceros. Por lo que respecta a estas operaciones, puede decirse que su naturaleza jurídica es la de un contrato de compraventa sujeto a la condición suspensiva de que otro operador de piso no ofrezca un mejor precio por las acciones que se están negociando. De no realizarse la condición, se perfecciona la compraventa y los títulos pasan a formar parte del patrimonio del adquirente. Se dice que existe una compraventa en virtud de que la casa de bolsa, actuando como comisionista tanto del comprador como del vendedor, a acordado por cuenta de éstos el precio y las acciones objeto de la transacción. Ahora bien, ésta compraventa no surte efectos si otro operador ofrece un mejor precio, he ahí la condición suspensiva a la que se sujeta el contrato.

Por otra parte, ha surgido la duda en relación con los efectos jurídicos que tiene sobre las operaciones de cruce la norma que establece que el comisionista no podrá comprar ni para sí ni para otro lo que se le hubiere mandado vender, ni venderá lo que se le haya mandado comprar, sin consentimiento ex-

preso del comitente.⁽⁴⁸⁾ En este respecto, el contrato de comisión mercantil que celebran las casas de bolsa con su clientela, en relación con la adquisición y venta de valores⁽⁴⁹⁾, indica que el cliente, mediante órdenes por escrito, verbales o telefónicas deberá instruir a la casa de bolsa para que ésta realice las operaciones de compra o venta de valores, debiendo en todo caso precisar el género, especie, precio, cantidad, clase y cualquier otra característica necesaria para identificar los valores materia de la operación. Como puede apreciarse, el contrato es omiso en cuanto a la forma de concertación de la operación de compraventa en el piso de remates de la Bolsa, por lo cual esa decisión queda generalmente al arbitrio de la casa de bolsa comisionista. Por lo anterior, y en virtud de la disposición antes mencionada re-

48.- Artículo 299 del Código de Comercio.

49.- El contrato de comisión mercantil y depósito de valores que habrán de celebrar las casas de bolsa con su clientela se estableció mediante Circular 10-46 expedida por la Comisión Nacional de Valores.

lacionada con los contratos de comisión mercantil, resultaría de utilidad y en protección de la actuación de las casas de bolsa, que se conviniere que, en las operaciones de cruce, el comitente consiente expresamente en que el comisionista compre para otro u otros lo que le ha mandado vender el propio comitente. Dicho consentimiento deberá ser otorgado expresamente por el comitente a la casa de bolsa, es decir, verbalmente, por escrito o mediante signos inequívocos.(50)

Por lo anteriormente expuesto en relación con la forma en que deberá concertarse en la Bolsa de Valores la operación de transmisión de propiedad de acciones que en conjunto constituyen el paquete controlador, debe considerarse que, de no existir riesgo en el sentido de que alguien tome las acciones, deberá realizarse la compraventa a través de una operación de cruce y, en caso contrario, la operación más segura resulta ser la de viva voz de acuerdo a las modalidades que se dá en la práctica y que se ha analizado.

Información privilegiada.- Las personas que por su posición respecto de las sociedades emisoras inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o del mercado de valores en general tengan acceso a información privilegiada deben abstenerse de efectuar operaciones con valores emitidos por la propia sociedad, en beneficio propio o de terceros, mientras la información no sea divulgada entre el público.(51)

Por otro lado, se entiende por información privilegiada la que, por su naturaleza, influya en los precios de cotización de los valores correspondientes y deba proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores, al público inversionista y a la Bolsa.(52)

Entre otros, quedan incluidos en el supuesto de personas con acceso a información privilegiada, los accionistas que detentan el 10% o más de las acciones representativas del capital social de la emisora de que se trate, así como los cónyuges de éstos.(53)

-
- 51.- Artículo 16 bis de la Ley del Mercado de Valores.
- 52.- Artículo 16 bis fracción I de la Ley del Mercado de Valores.
- 53.- Artículo 16 bis fracción II incisos b y c de la Ley del Mercado de Valores.

Por lo expuesto, los accionistas tienen la obligación de informar a la Comisión Nacional de Valores, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha respectiva, sobre las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen el 10% o más del capital de la empresa correspondiente.⁽⁵⁴⁾ Asimismo, los tenedores del 10% o más de las acciones de una emisora tendrán la obligación de informar a la Comisión sobre todas las operaciones que realicen con valores de esa emisora en un trimestre.⁽⁵⁵⁾ Dicha información deberá proporcionarse por escrito, señalando: la fecha de las operaciones; la naturaleza jurídica de éstas; la forma de liquidación y los datos generales de los valores, incluyendo la cantidad de éstos, el precio unitario, el monto total de la operación y la casa de bolsa que intervino.

54.- Artículo 16 bis, inciso III, fracción C de la Ley del Mercado de Valores.

55.- Circular 11-11 expedida por la Comisión Nacional de Valores, Capítulo Segundo, Disposición Quinta.

De lo anterior puede concluirse que, en la venta de un paquete controlador de acciones que exceda del 10% del capital social de la emisora correspondiente, deberá informarse de la operación a la Comisión Nacional de Valores. A partir de ese momento, tanto el tenedor del 10% o más del capital como su cónyuge, en su caso, quedarán comprendidos expresamente dentro de los supuestos de personas con acceso a información privilegiada respecto de la emisora y, por ende, tendrán que cumplir con las obligaciones adicionales que se les imponen.

Ahora bien, si el adquirente del paquete controlador de una emisora no desea que le sean impuestas todas las obligaciones referidas, podrá comprar las acciones respectivas en grupos que nunca lleguen a ser tenedores del 10% o más del capital. Por ejemplo, si alguna persona desea adquirir el 50% del capital de una emisora, puede constituir seis sociedades anónimas a fin de que, entre todas éstas, adquieran unitariamente paquetes inferiores al 10% del capital social. Lo anterior, en virtud de que la legislación mexicana en relación con la información

privilegiada resulta precaria y no incluye una disposición mediante la cual, aún cuando varias personas o sociedades hubieren adquirido paquetes de menos del 10%, se les considere a éstos como grupo, es decir como un sólo accionista en cuanto a las obligaciones antes citadas. En otros países, como es el caso de los Estados Unidos, se han reglamentado perfectamente los casos en que a un grupo de accionistas se les considera como un solo inversionista. Las "reglas de grupo" serán analizadas en el Capítulo Tercero siguiente.

Ahora bien, aquí concluye el Segundo Capítulo de este trabajo, en el cual se ha analizado la legislación y jurisprudencia existente en diversos países en cuanto al método de adquisición de los paquetes accionarios de control, directamente del individuo o grupo que lo detenta. A continuación, pasaremos a analizar la adquisición del control a través de la compra paulatina de acciones en bolsa.

CAPITULO III

ADQUISICION DEL CONTROL MEDIANTE COMPRAS SUCESIVAS DE ACCIONES EN BOLSA. ("RAMASSAGE").

Este método de adquisición del control de una sociedad pública se utiliza principalmente en las situaciones en las cuales la mayoría de las acciones se encuentra pulverizada entre el gran público inversionista y, por tanto, el control lo detenta, un grupo significativamente minoritario unido a la administración, o bien, la propia administración. Asimismo, este método es utilizado como paso previo a la realización de una oferta pública de compra en virtud de que, a través de la tenencia de un paquete significativo, podrá presionarse a la administración para que éste acepte los términos de la oferta. Este método se conoce como "ramassage", palabra del idioma francés que significa recolectar, e implica la compra paulatina de acciones.

El método de adquisición del control que se analizará en el presente Capítulo no resulta aplicable en caso de que algún grupo de personas concentre el bloque mayoritario de acciones con el cual se logre el control. Lo anterior en virtud de que, en esa situación, lo único que podrá hacer el invasor es adquirir un paquete minoritario que le permitirá participar en la administración misma del negocio, más no controlarlo.

El adquirente debe efectuar las adquisiciones de acciones en forma sigilosa ya que es importante mantenerse en el anonimato y

tratar, en la medida de lo posible, que la administración de la empresa no se percate del intento de incursión. De lo contrario, dicha administración podrá tomar medidas inmediatas a fin de evitar la pérdida del control.

En la práctica, resulta conveniente que el adquirente o grupo de adquirentes compren las acciones por medio de diversas casas de bolsa, de ser posible localizadas en distintos puntos del país de que se trate ya que, de esta manera, las adquisiciones se harán menos obvias para el grupo controlador.

Todas las operaciones que se efectúan en la bolsa de valores son anónimas en virtud de que las casas de bolsa compran las acciones y liquidan las operaciones en nombre propio, pero por cuenta de terceros, sin revelar quienes son éstos.

Asimismo, se recomienda que las adquisiciones de títulos se efectúen en un período relativamente largo ya que, de lo contrario, el precio de la acción subirá súbitamente cuando se conozca la demanda existente. Por tanto, es preferible comprar las acciones en forma paulatina, lo cual no tendrá efectos inmediatos en el precio de cotización correspondiente.

Las adquisiciones que, en forma paulatina, se efectúen en el piso de remates de la bolsa, así como las que se negocien en forma privada con algún tenedor que no esté involucrado con la

administración de la empresa, resultan de utilidad para el invasor ya que, a través de dichas compras, se percatará de las tendencias del mercado así como del precio real de la acción de la emisora cuyo control desea obtener.

Asimismo, la adquisición de paquetes minoritarios por el invasor puede representarle una utilidad en caso de que, con posterioridad, una tercera persona realice una oferta de compra a un precio superior. En caso de que el invasor sea ya tenedor de un porcentaje importante del capital de la empresa blanco del ataque, éste podrá presionar a la administración para que ésta no adopte medidas drásticas encaminadas a anular el intento de toma de dominio.

En síntesis, puede decirse que la adquisición paulatina en la bolsa de valores, de las acciones de la empresa objeto de la incursión, resulta ser un arma sumamente efectiva a fin de lograr el control a través de una oferta pública de compra posterior, la cual comprenda al resto de las acciones o bien, la utilización del bloque adquirido como núcleo para atraer el voto de otros accionistas mediante la obtención de la delegación del derecho de voto a través de cartas poder.

A. Legislación Norteamericana. El "Williams Act".

Resulta interesante analizar la legislación norteamericana en relación con las adquisiciones de valores en bolsa, incluyendo las disposiciones que se han implantado en ese país para salvaguardar los derechos de que son titulares los inversionistas de los mercados bursátiles.

En el año de 1968, el Congreso Norteamericano promulgó las reformas de Williams a la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934. Mediante dichas reformas se aprobó la inclusión de, entre otras, la Sección 13(d) referente a la divulgación de información en los supuestos de adquisiciones substanciales de valores. En 1970, el Congreso adicionó la Ley de Williams a fin de otorgar a la Comisión de Valores de los Estados Unidos mayores facultades para reglamentar el mercado de valores, así como para reducir el porcentaje de acciones cuya adquisición genera la obligación de divulgación de información.

Por lo anterior, la persona o grupo de personas que adquieran las acciones que representen más del 5% del capital de una emisora, deberán divulgar entre el público cierta información contemplada en la Ley de Williams, a que se hará referencia en seguida.

La reforma legislativa mencionada crea un marco de información que permite al público inversionista estar involucrado respecto a la situación de la emisora correspondiente, con lo cual dichos inversionistas estarán en posibilidad de decidir, en base a la información divulgada, lo que más convenga a sus intereses en relación con su inversión. De lo contrario, y como es el caso de nuestro país, los pequeños y medianos inversionistas no tienen la posibilidad de estar informados sobre lo que está sucediendo en la empresa de

que son accionistas y, por tanto, no tienen las bases suficientes para mantener, incrementar o vender esos valores.

En virtud de que en nuestro país el pequeño inversionista del mercado de valores no se encuentra informado de los movimientos accionarios de importancia, ni tampoco sobre las repercusiones que éstos tienen sobre la emisora respectiva, se ha creado un ambiente de incertidumbre perjudicial para el propio mercado. La falta de regulación eficiente, moderna y dinámica del mercado de valores en nuestro país frena el acceso de la gran masa de pequeños y medianos inversionistas y, por ende, reduce la posibilidad de contar con un mercado organizado a gran escala que cumpla con los objetivos para los cuales fue creado.

a. Personas Obligadas a Divulgar Información.

La Sección 13(d) y la Disposición 13D-G obligan a la persona o grupo de personas que adquiriera un "derecho de propiedad" sobre más del 5% del capital social de una emisora, en cualquier clase de valores registrados, a proporcionar a la Comisión de Valores, al emisor de los propios valores y a las bolsas donde éstos se negocien, la información que se determina en el anexo 13D, dentro de los diez días contados a partir de la fecha de la adquisición.

De la disposición 13D-G se han desprendido siete reglas: Las reglas 13 d-1 y 13 d-2 se refieren a la manera y términos conforme a los cuales deberá presentarse la información prevista en los Anexos 13D y 13G; la regla 13 d-3 determina lo que se entiende por "derecho de propiedad"; la regla 13 d-4 establece excepciones al principio de "beneficio de propiedad"; la regla 13 d-5 define lo que la Ley considera como "grupo" y "adquisición"; la regla 13 d-6 exime de los requisitos establecidos a ciertas adquisiciones y, por último, la regla 13 d-7 establece los derechos que se deberán pagar a la Comisión de Valores en los casos antes señalados.

b. Valores a los que se Aplican las Disposiciones del "William Act".

En los términos del "Williams Act" debe divulgarse cierta información respecto de las adquisiciones de valores registrados ante la Comisión de Valores de acuerdo a lo dispuesto por la Sección 12 de la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934, dentro de los cuales se incluyen: (i) las acciones cotizadas en bolsa de valores; (ii) las acciones que representan el capital de algunas empresas que, aún cuando no están registradas ante la Comisión, tiene cierta magnitud y se negocian en los mercados secundarios,

y (iii) los valores emitidos por sociedades de inversión de tipo cerrado y acciones de determinadas compañías que se dedican al ramo de los seguros. Las acciones preferentes de voto limitado han quedado incluidas dentro del campo de aplicación de la Sección 13(d) de la Ley de Williams.

c. Información que debe divulgarse

El Anexo 13 D se refiere a la información que habrá de divulgar la persona o grupo de personas que hayan adquirido derechos sobre más del 5% del capital de una de las empresas que están sujetas al "Williams Act". La información que deberá proporcionarse a la Comisión de Valores, las bolsas de valores en que se negocien los valores respectivos y al emisor de éstos, es la siguiente:

1. La identidad del adquirente de las acciones y sus antecedentes;
2. El monto de las adquisiciones y la manera en que obtuvo los fondos para realizarlas;
3. El motivo o fin que se persigue con las compras de acciones, así como los planes o propuestas que tiene el adquirente para conducir transacciones corporativas extraordinarias en relación con la emisora respectiva,

los cuales incluyan la liquidación, venta de activos, fusión o cualquier otra transformación o reorganización de ésta;

4. El número total de acciones que se han adquirido y las transacciones que han realizado con acciones de esa emisora en los últimos seis días, y
5. Cualquier contrato, convenio, arreglo o compromiso que se haya celebrado con otro grupo, respecto de los valores emitidos por la empresa objeto de la incursión.

Adicionalmente, la Comisión de Valores ha ampliado la información que deberá proporcionarse por la persona o grupo que sea tenedor del 5% o más de los "derechos de propiedad" sobre los valores emitidos por una sociedad. Las disposiciones más recientes que han sido expedidas por esa autoridad tienen por objeto precisar la intención que tiene el adquirente en relación con la emisora de los valores correspondientes. Por tanto, los adquirentes sujetos a la legislación deberán proporcionar a la Comisión de Valores, a las bolsas donde se negocien los propios valores y a la emisora de los mismos, la siguiente información:

- Los cambios que se pretenda llevar a cabo en cuanto a la administración de la sociedad;

- Los cambios que se propondrán en relación con la estructura del capital de la emisora, o sobre su política de dividendos;
- Las modificaciones a los estatutos sociales que intentarán llevar a cabo; y
- Cualquier otro cambio de importancia que pretendan.

Por otra parte, en caso de que la información sea presentada por una sociedad, asociación, sindicato o grupo, la misma deberá ser proporcionada en cuanto a:

- Cada socio de la sociedad o asociación;
- Los miembros del grupo o sindicato;
- Las personas que controlen a éstos, y
- Los directivos⁽¹⁾ y gerentes ejecutivos.

Asimismo, se obliga a la persona o grupo de personas que hayan adquirido más del 5% del capital de una empresa registrada, a notificar inmediatamente a la Comisión de Valores, a las bolsas

1) Se ha determinado que el concepto de "directivos", para los efectos de la Ley de Williams, cubre los cargos de los presidentes, secretarios, tesoreros, vicepresidentes ejecutivos y cualquier otra persona con puestos análogos que tenga los poderes o funciones de éstos.

en que se negocian los valores y a la emisora de éstos, cualquier cambio de importancia que suceda en relación con a la información proporcionada de conformidad con lo anterior.(2) Al respecto, la Comisión ha considerado que un "cambio de importancia" se dá cuando se adquiere o se vende una participación de 1% o más del capital de la emisora respectiva. En virtud de que la información que debe proporcionarse conforme al Anexo 13 D tiene por objeto el de alertar a los inversionistas acerca de un posible cambio en el control, la Comisión ha sido sumamente estricta en cuanto a la divulgación de la información, así como sobre las modificaciones que se den en cuanto a ésta.

Como podemos apreciar, la legislación norteamericana ha determinado que el 5% o más del capital social de una empresa pública cotizada en bolsa, es un porcentaje significativo con el cual se tiene cierta influencia en cuanto al manejo de la emisora correspondiente. Por tanto, se ha establecido una obligación a cargo del accionista o grupo de accionistas que haya realizado adquisiciones que excedan del porcentaje mencionado, en el sentido de que divulguen lo que pretende hacer en lo futuro, en relación con la propia emisora. Dicha información es importante tanto para el

-
- 2) Aún cuando no se ha fijado un plazo para realizar la notificación aludida, la Comisión de Valores norteamericana se ha pronunciado en el sentido de que ésta se efectúe dentro de los diez días contados a partir de la fecha en que ocurra el cambio.

público inversionista como para la emisora de los valores, ya que en base a ésta decidirán lo que consideren prudente. El pequeño accionista se vé protegido en vista de que cuenta con información confiable sobre el grupo invasor que ha adquirido un paquete importantes de acciones y, con esos elementos, podrá decidir si le conviene vender su participación, mantenerla o incrementarla. De esta manera, al difundirse la información, se termina la incertidumbre respecto de la incursión en la emisora; la cual puede traer como consecuencia el que se cometan abusos en contra del público inversionista y, por ende, el deterioro de la imagen del medio bursátil. En este orden de ideas, insistimos en la necesidad de que, en nuestro país, se establezcan mecanismos jurídicos que permitan al público inversionista el acceso a información veraz y oportuna en los supuestos en que se transmita la propiedad de paquetes de acciones que signifiquen porcentajes importantes del capital social de las emisoras.

d. Exensiones a la Obligación de Divulgación de Información Establecida en la Sección 13(d).

Las adquisiciones de valores emitidos por una sociedad inscrita en la Comisión Nacional de Valores norteamericana, que se señalan a continuación, se encuentran exentas de la obligación de divulgar información en la forma antes aludida:

1. Las adquisiciones que, sumadas a las que se hubieren efectuado en los doce meses anteriores, no excedan

del dos por ciento del total de los valores de una misma clase;

2. Las adquisiciones de sus propias acciones que realice una emisora, así como las recompras que efectúe alguna subsidiaria, cuyo capital esté suscrito íntegramente por la propia emisora, y
3. Las adquisiciones que no se efectúen con la intención de cambiar de manos el control del emisor, ni influir en su administración, a juicio de la Comisión de Valores.

Asimismo, se ha establecido en los Estados Unidos que las personas o grupos que sean tenedores del 5% o más del capital de una emisora podrán adquirir participaciones adicionales sin sujetarse a las reglas antes señaladas, en el caso del ejercicio del derecho de preferencia que se confiera a éstos para suscribir las acciones que se emitan en virtud de aumentos de capital. Lo anterior, en el entendido de que estos accionistas sólo podrán adquirir las acciones que les correspondan de acuerdo a su participación en el capital social.

e. Derecho de Propiedad

En el "case law" norteamericano, los tribunales han definido lo que debe entenderse por "derecho de propiedad" sobre las acciones, tomando en cuenta el criterio de la persona

que tiene la facultad de votar éstas.

Ahora bien, la legislación señala que existe un derecho de propiedad sobre las acciones, para los efectos de la sección 13(d) del Williams Act, en los supuestos en que:

- 1) se tiene o comparte, directa o indirectamente, la facultad de votar o dirigir el voto de las acciones;
- 2) se tiene la facultad, directa o indirectamente, de disponer de dichas acciones, o
- 3) se tiene el derecho de adquirir las acciones mediante el ejercicio de una opción de compra o bien, por la conversión de obligaciones en acciones.

Por otra parte, se ha determinado que, en todo caso, cuando una persona adquiere una opción o derecho que le permita adquirir acciones, y su propósito sea el de tomar el control de la emisora, o se relacione con alguna transacción que tenga esos efectos, se considerará que es titular de un "derecho de propiedad" desde el momento en que adquiriera dicha opción o derecho para adquirir.

De acuerdo con la regla mencionada, se determina la propiedad de las acciones, para los efectos de la ley aludida, tomando en cuenta la intención del adquirente.

La reglamentación⁽³⁾ establece claramente que no podrá vio-

3) Regla 13d-3(d) del Williams Act.

larse o evadirse la obligación de divulgar información, a través de ciertos mecanismos legales como son los fideicomisos, poderes sin representación y asociaciones, tendientes a simular que otra persona es la propietaria de las acciones.

En el caso de acciones depositadas en una cuenta de carácter discrecional abierta en una casa de bolsa, en la cual el intermediario tiene la facultad de decidir la manera en que serán votadas las acciones así como sobre la disposición de la propiedad de las mismas, se ha considerado que la propia casa de bolsa tiene un "derecho de propiedad" sobre los títulos y, por tanto, está sujeta a la reglamentación aplicable.(4)

Como puede apreciarse, esta sección de la legislación norteamericana es sumamente amplia y cubre prácticamente todos los supuestos jurídicos que pueden interpretarse como "derechos de propiedad" sobre las acciones. Por tanto, resulta difícil que alguna persona o grupo de personas pretenda evadir la responsabilidad de divulgar la información ha que se ha hecho referencia, poniendo en práctica ciertas maniobras legales que le permitan ocultar la propiedad accionaria.

4) Lipton and Steinberger "Take Overs and Freezouts" Op. Cit. Pag. 2.01(3).

f. Determinación del 5%(5)

El adquirente está obligado a determinar el porcentaje de acciones que ha adquirido, calculando éste sobre el capital social total de la emisora correspondiente, según se establece en el informe anual o trimestral más reciente emitido por la propia emisora. En la determinación del 5%, el adquirente debe tomar en cuenta las acciones sobre las cuales tiene un "derecho de propiedad" de acuerdo con lo dispuesto en la regla 13 d-3 antes mencionada, incluyendo las acciones de que es propietario directamente o las cuales puede adquirir mediante el ejercicio de una opción o por el canje de valores convertibles en acciones, así como sobre las que tenga la facultad de determinar la manera en que serán votadas.

g. Determinación del Concepto de Grupo (6)

Para los efectos de la legislación aplicable, "cuando dos o más personas actúen como una asociación, sindicato o cualquier clase de grupo con el fin de adquirir, tener o disponer de valores emitidos por la empresa blanco de la incursión, dicha asociación, sindicato o grupo se considerará como una sola persona en relación con la obligación de

5) Regla 13d-1(e) del Williams Act.

6) Sección 13(d)(3) del Williams Act.

divulgar información establecida en la Sección 13(d)". Por lo anterior, se considera como grupo y, por tanto, se le imponen las obligaciones que tiene un solo inversionista en relación con la divulgación de información, cuando dos o más personas a través de actos de cualquier naturaleza y por cualquier medio, actúan conjuntamente para adquirir, tener o disponer de ciertos valores.

Los tribunales jurisdiccionales norteamericanos han establecido que, para los efectos de la obligación de divulgar la información a que se refiere el anexo 13d, el conjunto de personas, empresas o sindicatos deben haber celebrado algún tipo de convenio a fin de que se les considere como un "grupo". No es necesario que dichos convenios se otorguen por escrito o se perfeccionen con alguna formalidad, simplemente debe probarse su existencia.

La sentencia con la cual se resolvió el caso GAF Corp. vs. Milstein estableció una regla de aplicación general en el sentido de que la simple y sencilla combinación de accionistas para efectos de obtener el control de una empresa pública es suficiente para que se constituya un "grupo" y, por ende, nace para éste la obligación de divulgar la información referida en el Anexo 13d, dentro de los diez días contados a partir de la fecha en que se formó el propio grupo. De la sentencia del tribunal para el Segundo

Circuito de Nueva York, derivó la regla⁽⁷⁾ siguiente:

"Cuando dos o más personas convengan en actuar en conjunto para los efectos de adquirir, tener, votar o disponer de las acciones emitidas por una sociedad, el grupo conformado en ese momento se considerará como una sola persona a partir de la fecha en que se hubiere llegado a tal acuerdo."

Por otra parte, otra sentencia⁽⁸⁾ ha establecido que se necesita más que una simple discusión preliminar entre accionistas para que se concrete el acuerdo de actuar en conjunto, con lo cual se considerará a éstos como un "grupo". En la sentencia se determinó que:

"En general, la sección 13(d) establece cuidadosamente que se permite que las partes que buscan el control de una empresa obtengan información libremente a fin de discutir entre ellas la posibilidad de llegar a un acuerdo en relación con su intención; asimismo, las partes pueden operar con relativa libertad hasta el punto en que llegan al acuerdo respectivo, caso en el cual deberán de divulgar la información respecto a éste. Al requerir que se divulgue información por un "grupo" la ley excluye el proceso preliminar de negociación entre accionistas y pretende no desincentivar éstos. Es claro que en el caso que nos ocupa, las partes discutieron la posibilidad de llegar a un acuerdo para tomar el control de la emisora. Pero todo hace indicar que no se formó un grupo en cuanto a la definición que establece la Sección 13 (d) ya que en noviembre, cuando los Maslins decidieron no vender sus acciones a los Hatleigh, estos manifestaron a los primeros que, en esa instancia, no llegarían a un acuerdo y procederían por su propia cuenta. En virtud de que únicamente se llevaron a cabo pláticas preliminares y no se llegó a un arreglo definitivo en relación con la actuación de ambos accionistas, no se formó un grupo para los efectos de la sección 13 (d)."

7) Regla 13d-5(b) del William Act.

8) Sentencia dictada en el caso Lane Bryant, Inc. vs Hatleigh Corp. tomada del Libro Lipton and Steinberger "Take-overs and Freezouts" Op cit. Pag. 2.01 (5).

Las cortes norteamericanas han establecido que cuando varias personas que sean tenedoras, en conjunto, de más del 5% de las acciones de una emisora, convienen en actuar orquestadamente en cuanto a su inversión en la sociedad, éstas constituirán un grupo para los efectos de la obligación de divulgar información. La parte medular de la constitución de un grupo para estos efectos radica el hecho de que los accionistas convienen en actuar conjuntamente para lograr objetivos comunes.

Actualmente se encuentran en discusión en el Congreso de nuestro país vecino, diversas modificaciones en relación con la reglamentación relativa a la divulgación de información establecida en la Sección 13 (d). De ser aprobadas estas reformas, vendrían a perfeccionar el sistema de protección de los accionistas minoritarios, abriendo así el marco de oportunidades que deberán de tener éstos a fin de proteger sus intereses.

Por una parte, la Comisión de Valores pretende simplificar el sistema de divulgación de información en relación con la persona o grupo de personas que adquiera más del 5% del capital de una emisora. Se pretende que la persona o grupo que adquiera "derechos de propiedad" sobre más del 5% de las acciones de una emisora, se vea obligada a realizar un anuncio público de ese hecho a más tardar el día siguiente de aquel en que hubiera excedido del porcentaje mencionado. Dicho anuncio tendría que efectuarse a través de un medio

de comunicación masiva, señalando la identidad de los adquirentes, la cantidad de valores sobre los cuales ha adquirido derechos, el nombre de la empresa emisora, así como una descripción del propósito que tiene su adquisición. En este mismo sentido, se reduciría de diez a cinco días hábiles el plazo en el cual se tendría que proporcionar a la Comisión de Valores, a las bolsas de valores en que se negocien los títulos respectivos y a la emisora de los mismos, la información mencionada en el anexo 13D.

Además, y con el fin de lograr una mayor protección de los accionistas minoritarios y garantizar su debida información, no se permitiría a la persona o grupo de personas respectivo, la adquisición de acciones adicionales, a partir del momento en que surja la obligación de divulgar la información a que se refiere el anexo 13D y hasta que el propio anexo se presente en los lugares aludidos. Esto, en virtud de que las normas actuales desprotegen a los accionistas minoritarios durante dicho período, ya que antes de que éstos cuenten con la información, los adquirentes del 5% o más pueden continuar adquiriendo acciones.

h. Utilidades Obtenidas Rápidamente por "Insiders"

Por otra parte, se establece⁽⁹⁾ que, en general, cualquier utilidad que obtengan los directivos, consejeros y tenedores de más del 10% del capital de una emisora registrada,

9) Sección 16(b) del Williams Act.

derivada de cualquier compra o venta de las acciones de la emisora a la cual están vinculados, dentro de un período menor a seis meses, podrá ser recuperada por la empresa, sin tomar en cuenta la intención del "insider" respectivo, en virtud de que se presupone la utilización de información privilegiada con propósitos de especulación. Para que surja esa responsabilidad por parte del "insider" (ya sea este un directivo, consejero o tenedor de más del 10% de las acciones) tendrá que existir una compra de acciones acompañadas de una venta, a un precio superior, o una venta, unida a una compra posterior, a un precio inferior, comprendidas dentro del período señalado.

En cuanto a lo anterior, la empresa podrá recuperar la utilidad obtenida por el accionista, es decir la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta, deduciendo a ésta algunos gastos. Cualquier tenedor de valores emitidos por la emisora respectiva tendrá la facultad de demandar la restitución de la utilidad obtenida por las personas antes mencionadas.

Las reglas aludidas se han establecido en los Estados Unidos en vista de que se ha considerado que los directivos, consejeros y tenedores de acciones que representen más del 10% del capital de una emisora registrada, tienen acceso a información privilegiada respecto a las operaciones de la sociedad. Por tanto, la Ley considera que las transacciones que efectúen dichas personas, están siendo realizadas con la utilización de información privilegiada, misma

que no ha sido divulgada entre el gran público inversionista.

Además, en vista de que se considera utilizada la información privilegiada en beneficio del "insider", con perjuicio del resto de los accionistas que no tuvieran acceso a ella, las utilidades que éstos obtengan de esas operaciones deberán de regresar a la sociedad misma y, por ende, beneficiar a todos los accionistas.

Como puede apreciarse, la avanzada legislación bursátil norteamericana constituye una serie de importantes protecciones para el público inversionista.

Puede considerarse que las reglas analizadas son de elemental justicia y coadyuvan a evitar abusos de los accionistas mayoritarios, de los administradores y de los directivos, creando así un clima de igualdad entre todos los socios de una emisora. Asimismo, se permite a los accionistas pequeños y medianos contar con información veraz y oportuna que les permita decidir lo que más convenga a sus intereses en caso de que un paquete importante de títulos de la emisora en que han invertido parte de su patrimonio, cambie de manos.

B. Legislación Británica.

Como hemos analizado en el Capítulo Primero del presente trabajo, aún cuando el Common Law y el Company Law ingleses no regulan de manera específica la adquisición de paquetes

de acciones controladores, el Código de la City de Londres si lo hace y, en virtud de su área de competencia, éste solo resulta aplicable a las sociedades cuyos valores se encuentren cotizados en la bolsa de valores. Al efecto, la Regla 34 de dicho Código prescribe que, en el caso de que alguna persona adquiera por el medio que sea, un número de acciones que le permitan el ejercicio del 30% de los derechos de voto de una sociedad, éste deberá hacer una oferta pública de compra al resto de los accionistas, a un precio equivalente al más elevado pagado en las adquisiciones realizadas en los doce meses precedentes. La misma obligación se impone a quienes, teniendo más de un 30% pero menos del 50% de los derechos de voto de una sociedad, adquieren, en un período de doce meses, una participación adicional de más de 2% de los derechos de voto.

Por tanto, la protección de que gozan los accionistas minoritarios en Inglaterra consiste en que el adquirente de los paquetes de títulos antes indicados estará obligado a conceder a éstos la oportunidad de vender su participación al mejor precio al que se hubieren realizado transacciones con esos valores en un año. El precepto citado establece el más amplio derecho de igualdad entre los accionistas al permitir a todos la oportunidad de vender a un precio excepcional. No se contempla en esta legislación la obligación por parte del adquirente del paquete significativo de acciones de divulgar entre el público inversionista cierta información en cuanto a las adquisiciones realizadas. Esta

norma va más allá obligando al presunto mayoritario a adquirir todas las acciones que se le ofrezcan. Esta legislación contiene otro marco de protección de los intereses de los accionistas minoritarios, diferente de aquel que se ha establecido en los Estados Unidos.

C. Legislación Francesa (10)

El conjunto de normas que constituyen el procedimiento denominado "maintien de cours" únicamente es aplicable en relación con las adquisiciones de paquetes de acciones que, en su conjunto, constituyen el control de una emisora cotizada en Bolsa. Se pretende actualmente ampliar el espectro de aplicación de estas normas a las adquisiciones que se efectúen a través de "ramassage". Las normas en vigor obligan al adquirente de un paquete de acciones controlador a publicar en el Boletín Oficial de Cotización un aviso en que se incluya la información principal respecto de las operaciones que ha llevado a cabo éste. En el propio Boletín, el adquirente se obligará a adquirir en bolsa y al precio de adquisición del control, durante quince sesiones de la bolsa, todos los títulos de la emisora respectiva que se le ofrezcan. Por tanto, se cumple la doble función a través de la cual se logra la protección de los accionistas minoritarios. Por una parte, se les informa de

10) En relación con la legislación francesa debe consultarse el Libro de Jaime Zurita y Saenz de Navarrete "La Oferta Pública de Adquisición" Op. Cit. Pág. 37.

las operaciones realizadas y, por otra, se les da el derecho de igualdad al permitirseles vender sus acciones al precio en que se adquirió el paquete controlador.

D. Legislación Mexicana.

La legislación mexicana a dado pasos importantes en los últimos años en cuanto a la protección de los derechos e intereses de los accionistas minoritarios de las sociedades públicas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Aún así, el marco legal continúa siendo precario, lo cual ha traído como resultado un ambiente de inseguridad en los pequeños y medianos inversionistas, derivado de los múltiples abusos que han cometido tanto algunas emisoras como sus accionistas mayoritarios. En nuestra opinión, pocas de las empresas públicas se han percatado de que tiene socios minoritarios a los cuales deben tomar en cuenta. La mayoría de estas corporaciones continúan siendo administradas como empresas de tipo cerrado o familiar, en las cuales el accionista mayoritario o los altos directivos, toman libremente las decisiones de importancia. Por otro lado, en virtud de la dimensión del mercado de valores mexicano, algunos inversionistas mayoritarios manipulan los precios de cotización de las acciones de las empresas públicas en la Bolsa Mexicana de Valores,

S.A. de C.V. cuando así conviene a sus intereses. El mercado bursátil mexicano nunca llegará a tener una amplia difusión que le permita cumplir con los objetivos para los cuales fue creado, si no se dan las bases que garanticen los derechos de los pequeños y medianos inversionistas, protegiendo a éstos de los abusos que puedan llegarse a dar.

En este orden de ideas, considero que deben promulgarse reformas a la Ley del Mercado de Valores que tiendan a lograr una mayor participación de los accionistas minoritarios en la administración de las empresas, con lo cual se evitarían abusos en su contra. Lo anterior crearía un clima de seguridad para el gran público inversionista, que redundaría en beneficio tanto del mercado bursátil, como de las propias emisoras y de los intermediarios.

Por decreto del 27 de diciembre de 1983, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de diciembre del mismo año, se adicionó y reformó la Ley del Mercado de Valores con el fin principal de regular la información privilegiada relativa a las sociedades emisoras de valores.

La exposición de motivos de las reformas y adiciones aludidas estableció que "se estima necesario evitar que las personas vinculadas con dichas sociedades o los intermediarios en el mercado de valores y en general cualquier persona que, directa o indirectamente, tenga

acceso a información privilegiada, proveniente de las mismas, la utilice en perjuicio del público inversionista, por lo que se propone prohibir a dichas personas que efectúen operaciones con valores de las sociedades emisoras, ya sea en beneficio propio o de terceros, mientras tal información no se hubiere divulgado entre el público inversionista."

Por tanto, las personas que la Ley considera expresamente como sujetas al marco aplicable a la información privilegiada, deberán de abstenerse de efectuar operaciones respecto de los valores de la emisora a la que estén vinculados, en beneficio propio o de terceros, mientras la información no haya sido divulgada entre el público inversionista.(11)

-
- 11) Artículo 16 bis, de la Ley del Mercado de Valores indica que: quedan sujetos expresamente a las obligaciones que la Ley impone respecto de la información privilegiada, entre otros, los siguientes: los administradores, funcionarios y comisarios; los accionistas que detentan el control del 10% o más de las acciones representativas del capital social de la emisora correspondiente; los conyúges de las personas a que se refieren los incisos anteriores. Por otra parte, consideramos que la Ley contempla como personas con acceso información privilegiada a las que detentan el 10% o más de las acciones de una emisora en virtud de que, al tenedor de ese porcentaje, se le concede el derecho de designar a un miembro del consejo de administración, en los supuestos a que se refiere el artículo 144 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Por otra parte, se impone una obligación complementaria⁽¹²⁾ a los accionistas respecto de las variaciones en el porcentaje de su tenencia accionaria, que impliquen la adquisición o pérdida de control de acciones que representen 10% o más del capital de la sociedad de que se trate.

Como puede apreciarse, las obligaciones que se imponen conforme a lo anterior son individuales, es decir, que sólo se aplicarán a la persona, física o moral, que en lo individual sea tenedora del 10% o más del capital de una emisora. Por tanto, esta regla ha resultado poco efectiva ya que la persona que tiene la intención de adquirir paquetes de acciones por montos superiores al 10% del capital social de una emisora, lo realiza a través de varias personas o sociedades constituidas para esos propósitos, las cuales comprarán siempre montos menores al porcentaje señalado, haciendo inaplicable de esta manera la protección pretendida. En este sentido, cualquier persona puede liberarse del cumplimiento de las obligaciones legales antes señaladas, mediante la simple adquisición de acciones a través de va-

12) Artículo 16 bis, fracción III, inciso c) de la Ley del Mercado de Valores.

rias personas o sociedades cuya tenencia sea inferior al 10% citado. Aún cuando el principio que pretende el precepto citado es loable, éste no dá resultados en vista de que la misma norma incita a su violación.

Hacemos hincapie nuevamente en la necesidad de reformar la legislación mexicana en vigor a fin de lograr la aplicación de las obligaciones establecidas en cuanto a información privilegiada. En este sentido, debe reformarse la Ley del Mercado de Valores a fin de que se considere a un grupo de accionistas unidos entre si, como una sola persona. Puede considerarse que la legislación norteamericana nos ha señalado el camino a seguir en cuanto a la regulación de la tenencia de acciones por grupos de personas o empresas que actúan como un conjunto frente a la emisora, a quienes se les considera como una sola persona. En adelante, se analizará nuestra legislación, proponiendo reformas que tiendan a lograr la protección de los accionistas minoritarios.

La legislación vigente⁽¹³⁾ dispone que:

"cuando los titulares de acciones inscritas en bolsa de valores realicen fuera de ellas operaciones simultáneas o sucesivas, que impliquen la transmisión de cuando menos el

13) Artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

10% de las acciones representativas del capital de la sociedad de que se trate, tendrán obligación de informar de las mismas a la Comisión Nacional de Valores, previamente, tres días después de que se realice la última de ellas, o bien, la circunstancia de no haberse efectuado. En caso de que las operaciones ... se lleven a efecto, la Comisión Nacional de Valores lo comunicará a la bolsa ... sin especificar los participantes en la operación."

La norma a que se refiere el párrafo anterior pretende la estabilidad y control del mercado de valores. Por tanto, la Comisión deberá estar enterada de las operaciones importantes que se efectúen con valores fuera de bolsa, a fin de que exista un mercado ordenado. Resulta atinado lo anterior pero, a fin de salvaguardar los derechos de los accionistas minoritarios, es necesario que la propia información sobre los valores respectivos sea dada forzosamente a conocer al público inversionista, en conjunto con los datos a que nos referiremos más adelante.

Ahora bien, en uso de las facultades conferidas por la legislación a la Comisión Nacional de Valores, ésta ha establecido⁽¹⁴⁾ que las personas con acceso a información

14) Circular 11-11 expedida por la Comisión Nacional de Valores el 18 de diciembre de 1984, referente a las Disposiciones de Carácter General relativas a la Información que debe proporcionarse a la propia Comisión, al público inversionista y, en su caso, a la Bolsa de Valores.

privilegiada, expresamente los tenedores del 10% o más del capital de una emisora y sus cónyuges, deberán proporcionar a la propia autoridad, información respecto a las operaciones que realicen en un trimestre, con valores a la sociedad a la que se encuentran vinculados. (15)

Por otro lado, queda a la discreción de la Comisión Nacional de Valores la publicación, en los boletines de la bolsa de valores, de las operaciones realizadas por, entre otros, los accionistas tenedores del 10% o más del capital social de una emisora. (16) La Comisión podrá ordenar dicha publicación cuando considere que el monto de las operacio-

-
15. De conformidad con lo dispuesto en la Circular 11-11 expedida por la Comisión Nacional de Valores, la información que se menciona a continuación deberá proporcionarse por escrito: la fecha de las operaciones efectuadas; la naturaleza jurídica de las operaciones; la forma de liquidación; la clase, emisor, serie, cupón vigente y cantidad de valores o documentos involucrados en la operación; el precio unitario e importe de la operación, y la casa de bolsa por cuyo conducto se haya celebrado la operación, o bien la circunstancia de haberse realizado fuera de bolsa sin la intervención de intermediarios.
- 16) Circular 11-11 de la Comisión Nacional de Valores, Disposición Octava.

nes represente un volumen significativo respecto del total de las operaciones concertadas con los mismos valores. Asimismo, se establece que las publicaciones aludidas indicarán el volumen e importe total operado por emisión en un período determinado y la clase de operación según su forma de concertación, sin expresar el nombre de los inversionistas.

La legislación mexicana, por tanto, no solo resulta deficiente sino que, además, puede crear mayor confusión entre el público inversionista. Consideramos que la información que deberán proporcionar los tenedores del 10% o más de las acciones de una emisora resulta precaria al referirse exclusivamente a las operaciones realizadas con los propios valores. Todo parece indicar que la autoridad le concede mayor importancia al número de acciones adquiridas y los montos y pormenores de las operaciones, que al fin o motivo mismo que con éstas se persigue. En mi opinión, debería darse mayor énfasis al móvil que persiguen tales compras y, como lo establece la legislación norteamericana, las pre-

tensiones que el grupo adquirente tiene respecto de la emisora, es decir, en relación con los planes futuros que tiene en mente. De lo contrario, la información que hoy se requiere no resulta de utilidad a los accionistas minoritarios, para que éstos decidan lo que más convenga a sus intereses respecto de su inversión en acciones de la emisora que corresponda. Por ejemplo, en caso de que la Comisión Nacional de Valores decida que es prudente que se publiquen en los boletines de la Bolsa ciertos datos en relación con operaciones significativas con títulos de una emisora, únicamente se indicará el volumen e importe total de las operaciones realizadas. De esto se derivan los siguientes comentarios:

1. De nada sirve a un accionista minoritario saber que se han realizado operaciones importantes con acciones de una emisora de la que éste es socio, si de ello no se deriva ningún otro dato. De la información aludida no se puede saber que es lo que está sucediendo en cuanto a la distribución accionaria de la emisora correspondiente, quien está comprando, cuales son los motivos por los cuales un grupo está realizando esas compraventas, quien forma el grupo que controlará a la emisora y demás. En caso de que únicamente se divulgue esta información respecto de

operaciones significativas, se crearán mayores dudas para el público inversionista. Esa información no servirá para que éstos decidan si venden, conservan o compran más acciones de la emisora respectiva. No se encuentra una razón válida por la cual se determine expresamente que no se divulgue el nombre del adquirente.

Por lo anterior, se considera precaria la información que deberán divulgar los tenedores del 10% o más de las acciones de una emisora. La información deberá ampliarse a fin de contemplar los datos que sirvan efectivamente de base a los demás accionistas, así como a la empresa emisora, para definir su situación.

2. Se estima que debe suprimirse la discrecionalidad con que se ha facultado a la Comisión Nacional de Valores respecto a la decisión de publicar datos acerca de las adquisiciones de porcentajes significativos del capital social de una emisora. La divulgación de la información debe ser forzosa puesto que los demás accionistas quedan desprotegidos en caso de que no tengan acceso a ésta. En vista del interés que persigue la divulgación de la información, ésta no debe quedar al arbitrio de una autoridad administrativa.

3. Se considera asimismo, que la divulgación de la información a través de los boletines de la bolsa no logra totalmente los fines que se persiguen. Tomando en cuenta que tales boletines no son un medio de comunicación masiva, la información no llega realmente a los accionistas, por lo cual éstos quedan al descubierto. Sería mucho más efectivo que la información se diera a conocer a través de uno de los periódicos de mayor circulación nacional, en virtud de que, de esta manera, se garantizaría su difusión.

4. La legislación mexicana⁽¹⁷⁾ preve que las operaciones que se celebran con la utilización de información privilegiada, o bien respecto de las cuales no se da el aviso de variación en cuanto a la tenencia de un accionista que implique la adquisición o pérdida del control de las acciones que representen el 10% o más del capital de una emisora, estarán afectadas de nulidad relativa. También se dispone que la contraparte perjudicada puede demandar ante los tribunales competentes su anulación y el pago de los perjuicios causados, prescribiendo la acción de nulidad respectiva a los seis meses contados a partir

17) Artículo 16 bis fracción iv inciso a) de la Ley del Mercado de Valores.

de que la información privilegiada haya sido divulgada entre el público inversionista.

La nulidad relativa sólo puede invocarse por el que se ha visto perjudicado directamente de la operación respectiva.(18) Por tanto, únicamente la persona que compró a un precio elevado, o vendió a un precio bajo a una persona considerada como con acceso a información privilegiada, podrá demandar la nulidad de la operación respectiva.

En este orden de ideas, la persona que vendió o compró acciones en el mercado y sufrió perjuicios, pero no realizó la operación directamente con la persona vinculada al emisor, no podrá demandar dicha nulidad. En este sentido, será sumamente difícil reconocer con precisión si la persona que resultó perjudicada en virtud de haber vendido o comprado sus acciones en Bolsa, a un precio que no se ajusta al valor real, realizó la operación de la que se derivó el perjuicio, directamente con la persona que está expresamente vinculada a la emisora. Esto podrá averiguarse a través de la inspección que se haga del Libro de Registro de Operaciones de la

18) Artículo 2230 del Código Civil para el Distrito Federal.

Bolsa, así como de las órdenes de asignación que la casa de bolsa respectiva hubiere tramitado. De lo contrario, al no ser éste el perjudicado directamente, no tendrá acción procesal en contra de la persona respectiva.

La anulación judicial del acto obliga a las partes a restituirse mutuamente lo que han recibido o percibido en virtud o por consecuencia del acto anulado.(19) En vista de lo expuesto, en caso de que un juez declare la nulidad de cierta transacción, al probarse que ésta se realizó en violación de los preceptos antes mencionados, una parte regresará a la otra las acciones y ésta regresará a la primera el precio pagado.

Por otro lado, se dispone(20) que "si el acto fuere bilateral y las obligaciones correlativas consisten ambas en sumas de dinero o en cosas productivas de frutos, no se hará restitución respectiva de intereses o de frutos sino desde el día de la demanda de nulidad. Los intereses y los frutos percibidos hasta esa época se compensarán entre sí".

19) Artículo 2239 del Código Civil para el Distrito Federal.

20) Artículo 2240 del Código Civil para el Distrito Federal.

De acuerdo a lo anterior, y tratándose de una compraventa de acciones en la cual una de las partes violó las disposiciones aplicables a la información privilegiada, los intereses que hubiere generado el monto del precio de las propias acciones, desde la fecha de la celebración de la operación hasta el día en que se presente la demanda de nulidad, así como los dividendos que hubieren generado las acciones en el mismo lapso, no serán restituidas entre ambas partes pues éstas se compensarán entre sí. Ahora bien, a partir de la presentación de la demanda de nulidad, y de declararse ésta, los intereses y dividendos deberán ser restituidas una vez que se dicte la sentencia respectiva.

Al restituirse el precio objeto de la operación a la parte que demande la nulidad, se estará reparando el daño causado. Por otro lado, puede solicitarse al demandado el pago de los perjuicios causados, que serían las sumas que dejó de percibir el autor de la inversión, del monto del precio objeto de la operación anulada, lo cual quedará a juicio del juez. (21)

21) El artículo 2109 del Código Civil para el Distrito Federal define como perjuicio a la privación de cualquier ganancia lícita que debiera haberse obtenido con el cumplimiento de la obligación.

Por otro lado, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público podrá imponer a cada uno de los infractores, multa hasta por dos veces el monto del beneficiario que origine la operación de que se trate.(22)

El precepto citado no señala como deberá de evaluarse el beneficio que se derive de las operaciones efectuadas con el uso de información privilegiada, ni determina el plazo conforme al cual se evaluará el beneficio. Por otra parte, las disposiciones que sancionan el uso de información privilegiada en beneficio de unos cuantos, deberían enfocarse a proteger no sólo a las personas que resulten directamente afectadas, sino a la empresa misma y, por ende, a todos los demás accionistas.

En vista de lo anterior, debe prevalecer la sanción de nulidad que la Ley impone para las operaciones mencionadas, pero el monto de los perjuicios que se causen o bien, el beneficio que hubiera obtenido el demandado, deberá quedar en beneficio de la sociedad.

E. Recapitulación

Aun cuando en la legislación mexicana se han dado pasos

22.- Artículo 16 bis, fracción IV, inciso b) de la Ley General del Mercado de Valores.

significativos tendientes a proteger a los pequeños y medianos inversionistas del mercado de valores, considero que se debe llegar mucho más lejos en este campo ya que no se ha logrado evitar los excesos y abusos de los accionistas mayoritarios y otros que, a través de ciertas estrategias, logran apoderarse del control de las emisoras.

Como hemos visto, las normas que se han establecido en este sentido no han logrado efectivamente el fin que pretenden; se han quedado a la mitad del camino, lo cual puede resultar en perjuicio del medio bursátil en virtud de que se crea un ambiente de inseguridad y confusión, al no contar los accionistas minoritarios con información veraz sobre las emisoras en que invierten su patrimonio.

Es de fundamental importancia que se adicione la Ley del Mercado de Valores a fin de establecer normas a través de las cuales se considere a un grupo de accionistas que estén de acuerdo en actuar en concierto frente a una emisora, como un solo inversionista en cuanto a las obligaciones de divulgación de información.

Asimismo, es necesario que se amplie la información que deberá ser divulgada cuando alguna persona o grupo de personas adquiera el 10% o más de las acciones de una emisora. Dicha información deberá constituir una base suficientemente amplia que permita a los demás accionistas tomar las me-

didas que juzguen convenientes en cuanto a su inversión. Por tanto, esta información deberá incluir no solo el monto de las acciones que se adquirieran, los precios que se pagaron por éstas y demás pormenores de la operación, sino también el nombre de la persona o grupo de adquirentes, con la indicación de las razones por las cuales efectuaron esas compras, así como las intenciones que tienen en cuanto a la emisora. Esto permitirá a todos los accionistas estar debida y verazmente enterados de los cambios accionarios ocurridos, así como de la identidad de sus nuevos socios y los propósitos que éstos persiguen. Esto redundará en una mayor seguridad, tanto jurídica como económica, para los propios pequeños y medianos inversionistas, previniéndose de esta manera los abusos que se han venido dando.

En virtud de la magnitud que tiene la adquisición de un 10% o más del capital social de una emisora por una persona o grupo de personas que actuarán conjuntamente, creo que al darse ese supuesto, debería desencadenarse la obligación de divulgación de la información antes mencionada, no solo en una publicación de circulación limitada, como es el Boletín de la Bolsa, sino en uno de los medios de comunicación masiva, como podría ser un periódico de los de mayor circulación nacional. De esta manera, se lograría que dicha información se difundiera efectivamente a todo el público in-

versionista. Actualmente impera, en cuanto al medio bursátil, un ambiente de desconfianza causado por la falta de información sobre los acontecimientos que se dan en relación con las emisoras, lo cual crea la propagación de rumores, algunas veces infundados, que desestabilizan el mercado; así como por los abusos que han cometido algunos grupos controladores de las propias emisoras. Estimo que la divulgación de la información que permita la correcta evaluación de la situación en que se encuentran las empresas públicas, vendrá a crear un clima de seguridad y confianza en el medio bursátil, lo cual coadyuvará a su desarrollo y consolidación.

CAPÍTULO IV

ADQUISICION DEL CONTROL A TRAVES DE LA REALIZACION DE UNA OFERTA
PÚBLICA DE COMPRA ("TENDER OFFER")

Uno de los métodos de adquisición del control más utilizado en la actualidad lo constituye la oferta pública de compra. Este método resulta sumamente atractivo en vista de que logra la protección de los accionistas minoritarios de una emisora, concediendo a éstos un derecho absoluto de igualdad frente a los demás socios. Asimismo, mediante este método se garantiza la publicidad y divulgación de información que permiten al accionista decidir lo que más convenga a sus intereses. Por lo anterior, la oferta pública de compra constituye la manera mas equitativa de lograr la adquisición de las acciones que representan el control de una emisora.

Este método de adquisición del control de las sociedades públicas resulta aplicable cuando la tenencia accionaria de la empresa se encuentra dispersa entre el gran público inversionista. El control en este tipo de situaciones, como se ha visto anteriormente, lo detenta un grupo de accionistas ampliamente minoritario en unión de los administradores o directivos de la empresa, o bien éstos últimos por si mismos.

La técnica que se analizará en el presente Capítulo tiene múltiples e intrincadas repercusiones en el proceso de lograr el obje-

tivo final: la obtención del control. En algunos supuestos, la oferta pública de compra viene a consolidar la posición controladora cuando se ha adquirido con anterioridad un paquete de importancia a través de "ramassage" o bien, por conducto de una adquisición directa del grupo controlador. La oferta pública de compra ha sido establecida como el método obligatorio para adquirir participaciones de control de las empresas públicas, en países cuyas legislaciones se encuentran a la vanguardia en estos temas jurídicos.

A. Antecedentes (1)

El "take over bid" nació en Inglaterra en los años que siguieron a la segunda guerra mundial. Como resultado de la política económica de la post-guerra, el gobierno del Reino Unido decidió restringir el pago de dividendos de las empresas, estableciendo su reinversión obligatoria. Existía entonces un índice inflacionario sumamente elevado en virtud de la falta de oferta en relación con el excedente de demanda de bienes y servicios.

En virtud de la restricción en el pago de dividendos, muchas empresas llegaron a tener excedentes importantes de efectivo que no necesitaban o no era conveniente reinvertir en su ramo de producción. Por otro lado, la cotización de las acciones en bolsa bajo drásticamente en virtud de la política de dividendos aludida; no resultaba rentable in-

1. Ver "La Oferta Pública de Adquisición" Op. Cit. pg. 92.

vertir en una empresa que no podía distribuir libremente las utilidades obtenidas. Además, la inflación que sufría ese país generó una revaluación nominal de todos los activos de producción.

Con los factores apuntados, se presentaron todos los síntomas que dan origen a una escalada de "take-overs". Las empresas con liquidez buscaron la adquisición de otras empresas cuyas acciones estuvieran subvaluadas en la bolsa y que no hubieran revaluado contablemente sus activos. Lo anterior resultaba atractivo desde el punto de vista económico ya que se podían adquirir empresas constituidas y en funcionamiento a precios realmente bajos.

Muchos industriales prefirieron comprar empresas que se encontraban en esas circunstancias a fin de diversificar sus áreas de actividad, creando así grandes grupos industriales o comerciales; otros adquirieron empresas con el fin de liquidarlas, vendiendo todos los activos a su precio real, obteniendo utilidades sumamente elevadas en corto plazo. Por último, otros empresarios conservaban las sociedades adquiridas para venderlas posteriormente a un mejor precio, una vez que hubieran revaluado sus activos.

Generalmente, todas las adquisiciones de estas empresas se realizaron a través de ofertas públicas de compra, las cua-

les no se encontraban reguladas. Por lo anterior, las administraciones de las propias empresas intentaban conservar su posición controladora y, por tanto, se suscitaron verdaderas batallas judiciales entre éstos y los oferentes.

De las sentencias emitidas por las cortes británicas, es decir del "Case Law", surgen los principios rectores de las ofertas públicas de compra.

Este método continuó utilizándose en la Gran Bretaña, país que tiene la mayor experiencia al respecto. Posteriormente, en la mitad de la década de los sesentas, la oferta pública de compra aparece en los Estados Unidos, Francia, Bélgica y Holanda. En Italia y España su desarrollo es posterior y en Alemania y Suiza prácticamente no se ha utilizado este método de adquisición del control.

B. Definición

Ninguna legislación contiene una definición precisa del significado del concepto "oferta pública de compra". En Inglaterra se le denomina como "take-over bid" o "take-over offer"; en los Estados Unidos como "tender offer", y en Francia como "offre publique d'achat" o bien, "offre publique d'échange." Seguramente este concepto no ha sido definido en virtud de que se estaría cercando a una institución sumamente dinámica que cambia rápidamente y difiere en cada caso. Sería difícil encontrar una definición que fuera lo suficientemente flexible para contemplar todos

los supuestos que implican este tipo de ofertas.

El concepto de oferta pública de compra podría describirse como "la técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad o bien, a los accionistas de determinada clase, que se comprometen durante un plazo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad."(2).

En los Estados Unidos la doctrina ha definido a los "tender offers" como "la invitación pública que se hace a todos los accionistas de una sociedad a fin de que vendan sus acciones al oferente, durante un período determinado y a un precio establecido."(3) Otros han definido a esta institución como "la invitación que se hace a los accionistas de una empresa para que vendan sus acciones a un precio que incluye una prima substancial sobre el precio de cotización de mercado".(4)

-
2. Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición". Op. Cit. pg. 189.
 3. Wilner Diane y Landy Craig. "The Tender Trap". Fordham Law Review Vol. 45. 1976. pg. 1
 4. Fordham Law Review Notes. "Tender Offer Regulation-Injunction Standards under the Williams Act". Fordham Law Review. Vol. 45. 1976. pg. 53

Según el autor español Jaime Zurita, en el concepto de oferta pública de adquisición destacan tres elementos: (i) la publicidad de la oferta, (ii) su generalidad en el sentido de dirigirse a todos los accionistas de una sociedad, o a todos los de una determinada clase dentro de una sociedad, y (iii) la finalidad de obtener o reforzar el control de una sociedad.

Por su parte, la doctrina ha señalado que el elemento que define a las ofertas públicas de compra lo constituye su generalidad, de la cual se desprende que la oferta sea pública y se efectúe a través de un medio de comunicación masivo para hacerla llegar a todos los tenedores de los valores deseados.

En cuanto a los ordenamientos de los países europeos, puede concluirse que la nota característica de estas transacciones radica en que las mismas son ofertas que se realizan fuera de las sesiones de la bolsa y que reciben publicidad.

Como hemos visto, en la legislación norteamericana aplicable a los "tender offers", o sea la Ley de Williams, se decidió no definir ese concepto en virtud de su dinamismo y variabilidad. Los tribunales y la Comisión de Valores de aquel país han establecido que la oferta pública de compra es "cualquier método a través del cual un presunto comprador hace saber a un grupo substancial de accionistas su de-

seo de adquirir ciertos valores"(5). En la Regla 14d-2 emitida por la Comisión de Valores norteamericana se establecen diversas excepciones a los supuestos en que se configura un "tender offer" y se indica que "cualquier intento ampliamente difundido de adquirir valores se tomará como una oferta pública de compra, para los efectos de la legislación aplicable."

La falta de definición por parte de la Ley de Williams ha causado, como veremos, diversos litigios sobre lo que debe considerarse como una oferta pública de compra. En 1979 la Comisión de Valores de los Estados Unidos indicó en su informe anual que "en virtud de la naturaleza dinámica de las ofertas públicas de compra y tomando en cuenta la necesidad de que la Ley de Williams sea interpretada de manera flexible acorde con sus principios, la Comisión reafirma su posición en el sentido de que no es adecuado ni conveniente definir el concepto "tender offer" en estos momentos"(6).

Por otra parte y a fin de esclarecer ciertas dudas existen-

-
5. Reunión efectuada sobre los "Take Over Bids" en que participaron comisiones de los Estados Unidos y de Gran Bretaña, cuyas ponencias fueron publicadas en The Business Lawyer. Nov. 1971. Pg. 248.
 6. El párrafo citado del informe de la Comisión de Valores de los Estados Unidos fue tomado de Lipton and Steinberger "Take-overs and freezouts". Op. Cit. pg. 1.02(3).

tes, la Comisión de Valores de ese país, ha emitido ocho criterios que indican los casos en que existe una oferta pública de adquisición. Por tanto, al ocurrir cualquiera de los siguientes supuestos, se estará ante una oferta pública de compra, derivándose en ese momento diversas consecuencias que analizaremos a continuación:

- a) Las solicitudes públicas a accionistas efectuadas de manera activa y ampliamente difundidas.
- b) Las solicitudes a los accionistas en relación a la compra de una parte substancial del capital de la emisora objeto de la incursión.
- c) La oferta de compra de las acciones de una empresa, con el pago de una prima sobre el precio de cotización.
- d) La oferta que contenga los términos de compra, no sujetos a negociación.
- e) La oferta dirigida al tenedor de las acciones de una empresa limitándose ésta a un número determinado de acciones.
- f) La oferta que se mantenga en vigor por un plazo determinado.
- g) El caso en que se presione a los tenedores de acciones a fin de que vendan éstas.
- h) El supuesto en que se realiza un programa público de adqui-

siciones acompañado de una acumulación de cantidades significativas de acciones.

El proyecto de Código Federal del Mercado de Valores que ha sido propuesto en los Estados Unidos, define a la oferta pública de compra como "la oferta de compra de cierto valor, así como la invitación para que se realice una oferta de venta de cierto valor, que se dirija a más de 35 personas, a menos de que ésta sea (i) incidental a la ejecución de una orden de compra o de venta dada a un intermediario, quien únicamente desempeña la función de intermediación en el mercado; (ii) se limita a exponer una intención en el sentido de realizar tal oferta o invitación; y (iii) satisfaga cualquier condición adicional a las anteriores que para esos efectos determine la Comisión de Valores mediante disposiciones de carácter general." (7).

Ahora bien, el "tender offer" convencional fue definido por los tribunales norteamericanos(8) como:

"Una invitación pública, que por lo general se anuncia en el periódico, a todos los accionistas de una sociedad a fin de que vendan sus acciones a un precio determinado. A fin de inducir a

7. Lipton and Steinberger. "Take-overs and Freezouts". Op. Cit. pgs. 2.02 (4) y (5).

8. La definición citada fue establecida en la sentencia del caso Great Western United Corp. v. Kindwell.

los accionistas a vender, el precio ofrecido generalmente incluye una prima sobre el precio de cotización en bolsa. Puede pagarse al accionista vendedor en efectivo o bien con otros valores. La oferta se hace por un período limitado."

El oferente puede comprometerse a comprar todas las acciones que se le ofrezcan, o puede limitar su oferta a un número determinado. Por lo general, el oferente fija también un número mínimo de acciones a ser adquiridas, respecto de las cuales deberá aceptarse la oferta y, en caso contrario, es decir si el mismo a adquirirse no se reúne, la oferta queda cancelada.

Los reconocidos autores norteamericanos Aranow y Einhorn han definido el fenómeno del "tender offer" como: "Una oferta pública o policitud efectuada por una sociedad, un individuo o bien un grupo de éstos, para comprar, durante un período determinado, todas o parte de las acciones de cierta clase o clases de una empresa pública, a un precio específico en efectivo o dando a cambio otros valores o una combinación de ambos."(9)

Como puede apreciarse, la falta de una definición del concepto de "oferta pública de compra" en las diversas legislaciones, ha causado múltiples litigios en los cuales verza la discusión sobre su significado a fin de verificar si debió o no haberse aplicado la legislación respectiva al caso concreto. La doctrina norteamericana, en especial Aranow y Einhorn, se postulan por la definición

9.- Aranow Edward Ross y Einhorn Herbert A. "Tender Offer for Corporate Control". Columbia University Press. San Francisco, California, 1973. pg. 39.

de tal concepto en la legislación a fin de evitar litigios innecesarios, garantizando así una mayor seguridad jurídica. Por otra parte, la ausencia de una definición que permita que el término sea más flexible, quedando a la discreción de las autoridades administrativas y jurisdiccionales la interpretación del mismo.

En Inglaterra el "take-over bid" se caracteriza por el hecho de que este mecanismo siempre tiene la finalidad de lograr el control de una empresa pública. Este concepto toma en cuenta la finalidad que se pretende mas que la forma a través de la cual se logra ésta.

Conforme a lo anterior, el autor inglés Weinberger ha definido al "take-over bid" como "una oferta para adquirir las acciones de una sociedad pública, que se hace a todos los accionistas, con el objeto de obtener cuando menos la cantidad de acciones que sea suficiente para que el adquirente tenga el control de los votos de la empresa."⁽¹⁰⁾ En Inglaterra, como se analizará más adelante, no se toma en cuenta el elemento de publicidad de la oferta. En dicho país, algunas ofertas de compra se realizan en forma privada, enviando cartas a cada uno de los accionistas de la sociedad correspondiente.

De lo expuesto se desprende que el "tender offer" norteamericano y el "take-over bid" inglés tienen características especiales

10.- Weinberger. "Take-overs and amalgamations". Sweet & Maxwell. 2da. edición. Londres, 1967. pg. 72.

por las cuales se distinguen. El "tender offer" requiere que la oferta de compra se realice públicamente a todos los tenedores de una o más clases de acciones de una sociedad; por otra parte, el segundo concepto no requiere del elemento de publicidad y se enfoca hacia el resultado que la operación pretende.

C. Naturaleza Jurídica de la Oferta Pública de Compra

Como se analizará más adelante, la oferta pública de compra puede tener diversas variantes en cuanto a la intención que se pretende así como por la forma de pago del precio de las acciones ofertadas.

Como se verá a continuación, cada uno de los tipos de oferta pública de compra hacen variar su naturaleza jurídica, tomando en cuenta sus características.

a.- La Oferta Pública de Compra Simple.

La oferta pública de compra simple consiste en que una persona, física o moral, se dirige públicamente a los accionistas de cierta empresa, ofreciéndoles adquirir sus acciones, en un período determinado y a un precio establecido.

La doctrina coincide en señalar que en el caso de la oferta pública de compra simple existe una oferta de celebración de un contrato. Si el oferente estipula que el precio de las acciones será pagado en efectivo, se tratará de una oferta de celebración de un contrato de compra venta. Por otro lado, si se ofrece que la contraprestación será pagada

por el oferente a los aceptantes entregando a éstos otros títulos, se estará ante una oferta de celebración de un contrato de permuta. Finalmente, cuando se ofrezca a cambio de las acciones una porción en efectivo y otra en títulos de empresas diversas, habrá que analizar que parte se ha de pagar en dinero y que parte en bienes; si la parte en numerario es superior al valor de los títulos, el contrato será de compraventa y, si el numerario fuere inferior, el contrato será de permuta.⁽¹¹⁾

El Código Civil para el Distrito Federal establece la figura de la oferta de celebración de un contrato⁽¹²⁾, disponiendo que la persona que lo proponga fijando un plazo para su aceptación, queda ligado por su oferta hasta la expiración del plazo. Asimismo, se determina⁽¹³⁾ que el contrato que se propone se formará en el momento en que el proponente reciba la aceptación, estando ligado por su oferta durante el plazo establecido. Por tanto, recibida la aceptación lisa y llana en cuanto a la oferta, no será necesaria ninguna otra manifestación para que el contrato propuesto surta sus efectos. La oferta debe de contener todos los elementos esenciales del contrato a celebrarse ya que quien recibe ésta debe limitarse a aceptar sin proponer modificaciones pues, de lo contrario, el proponente quedará

-
11. Artículo 2250 del Código Civil para el Distrito Federal.
 12. Artículo 1804 del Código Civil para el Distrito Federal.
 13. Artículo 1807 del Código Civil para el Distrito Federal.

libre de su oferta y las modificaciones propuestas se tendrán como una contra oferta⁽¹⁴⁾. Ahora bien, si se hace la oferta respecto de un número limitado de acciones y durante el plazo de vigencia de ésta se entregan más títulos de los que se pretende adquirir, entonces el oferente tendrá que prorratear el monto entre aquellos que aceptaron la oferta.

b.- Oferta Pública de Compra Condicionada a que se Presente un Número Determinado de Acciones para su Adquisición.

Este tipo de oferta pública de compra se hace al público por un grupo de personas, en relación con un número determinado de acciones, en el entendido de que, de no aceptar la oferta los titulares de ese número de acciones, la oferta quedará sin efecto. Este tipo de oferta pretende obtener un paquete que comprenda un monto tal de acciones que, junto con el que ya posee el oferente, le permita controlar a la sociedad de que se trate. Por tanto, en caso de que con la oferta no se logre reunir el número mínimo de acciones necesario para los efectos mencionados, el oferente podrá cancelarla. Para lograr lo anterior, en la oferta pública generalmente se establece que "La efectividad de esta oferta queda condicionada a que al término de la misma su autor alcance el 50% del capital social de la empresa respectiva."⁽¹⁵⁾

-
14. Artículo 1810 del Código Civil para del Distrito Federal.
15. Lipton and Steinberger. "Take-overs and Freezouts". Op. Cit. pg. 1.04(4).

Algunos autores señalan que la salvedad que se establece en este tipo de ofertas modifica su naturaleza jurídica, ya que éstas quedan sujetas a una condición.

Lo que se ofrece en este tipo de situaciones es la celebración de un contrato de compraventa o de permuta sujeto a una condición suspensiva. Es decir, que el oferente propone la celebración de un contrato de compraventa o permuta sujeto a la condición suspensiva de que el mismo surtirá efectos en el momento en que cierto número de accionistas acepten la oferta. Una vez que algún accionista acepte la oferta, queda perfeccionado un contrato de compraventa o permuta sujeto a la condición mencionada. En el momento en que el número mínimo que se establezca acepte la oferta, se dará la condición y, por ende, existirá ya la obligación del oferente de comprar o canjear las acciones. Por lo contrario, en caso de que no se logre la aceptación respecto del número mínimo de acciones a que queda sujeta la condición en el plazo establecido, el oferente quedará desligado de su oferta.

El objeto del contrato es la oferta que propone una persona para adquirir ciertas acciones, cuya eficacia queda sujeta a cierta condición suspensiva.

Lo antes expuesto fue ratificado por una sentencia jurisdiccional dictada en relación con una oferta pública de compra efectuada en los términos que nos ocupan, en la cual se resolvió que:

"La oferta era manifiestamente una oferta para comprar acciones... verdad es que era una oferta condicional, pero era una oferta para comprar acciones a un precio determinado en dinero. La aceptación era una aceptación de la oferta y en la opinión de este tribunal, en el momento en que un accionista acepta la oferta, nace un contrato entre el oferente y el accionista. Era un contrato condicional en el sentido de que era vinculante, siendo que algunos derechos y obligaciones dependían de ciertas condiciones."(16)

c.- Oferta Pública de Compra con la Condición de que se Acepte un Mínimo de Acciones, Reservándose el Oferente la Facultad de Adquirirlas aun cuando no se alcance el propio Mínimo.

Este tipo de oferta pública de compra se realiza en los mismos términos que la que se menciona en el apartado b) anterior, pero con la diferencia de que el oferente se reserva el derecho de decidir si compra o no las acciones respecto de las cuales se acepta la oferta. En estos casos, la oferta pública de compra se haría en los siguientes términos:

"Nos ofrecemos a comprar X acciones de la Sociedad Y al precio unitario por acción equivalente a \$ Z. La oferta antes mencionada se mantendrá con plena vigencia y efec-

16. "Take Over Bids". Proceeding of Meeting held in Lloyd's Writing Room. London, July 20, 1971. The Business Lawyer. November, 1972. pg. 247.

tos hasta el día T. Dicha oferta de compra queda condicionada a que ésta sea aceptada por los tenedores del 90% del capital de la Sociedad Y. Por otra parte, nos reservamos el derecho de comprar porcentajes menores, en caso de no reunirse el mínimo antes señalado."

En tipo de ofertas existe una aceptación incondicional por parte del accionista mientras que el oferente únicamente queda obligado en caso de reunirse el mínimo fijado o de resultarle conveniente adquirir paquetes inferiores al mínimo establecido.

El autor español Zurita y Saenz de Navarrete⁽¹⁷⁾ explica esta cuestión señalando que debe distinguirse entre dos declaraciones que hace el oferente. Por un lado, el oferente declara su deseo de adquirir los títulos si se presenta un porcentaje determinado, constituyendo esto una oferta de contrato de compraventa o de permuta, dependiendo del caso de que se trate. Por otra parte, el oferente hace una invitación a los tenedores de acciones de la empresa respectiva a fin de que éstos a su vez realicen ofertas irrevocables de venta dirigidas al propio oferente, en un plazo y a un precio determinados. El accionista, por una parte, acepta la oferta de celebración de un contrato y, por tal

17. Zurita y Saenz de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición." Op. Cit. pg. 235.

aceptación, perfecciona una compraventa sujeta a la condición de que se acepte cierto mínimo. Por otro lado, el propio accionista hace una oferta irrevocable al oferente, quedando perfeccionado el contrato cuando el oferente muestre su aceptación. En síntesis, habrá por un lado un contrato de compraventa o permuta perfeccionados, los cuales se encuentran sujetos a una condición suspensiva y, por otra parte, una oferta irrevocable vigente durante cierto plazo, dirigida por el accionista al oferente.

d.- Limitación de la Oferta Pública de Compra a un Número Determinado de Acciones.

En las ofertas públicas de compra el oferente generalmente limita el número de acciones que adquirirá a un monto máximo. En caso de que un número mayor de accionistas acepten la oferta, excediéndose del límite máximo determinado, procederá un prorrateo de acciones entre todos los aceptantes.

La cláusula de prorrateo en nada afecta la idea que hemos expuesto en el sentido de que la oferta constituye una propuesta de celebración de un contrato de compraventa o de permuta, según el caso, el cual se perfeccionará en el momento en que la propia oferta sea aceptada. Con la cláusula de prorrateo lo que se pospone es la determinación de las acciones respecto de las cuales habrá de perfeccionarse la compraventa. Estimamos que no hay ningún problema técnico jurídico por el cual se altere la naturaleza jurídica

de la oferta pública de compra en los términos que se han analizado. Por su parte, la legislación mexicana(18) establece que las cosas objeto de los contratos deben ser determinadas o determinables en cuanto a su especie. De lo anterior se desprende que, en virtud de que las acciones que serán objeto de la compraventa podrán determinarse a través del procedimiento de prorrateo que se señale en la oferta, el contrato será válido y producirá todos sus efectos.

e.- La Oferta al Público.

La oferta pública de compra, de acuerdo con los conceptos que hemos señalado, va dirigida a todos los accionistas de una o más series o clases de acciones. Estas ofertas públicas de compra se realizan principalmente a través de: (i) un medio de comunicación masiva que generalmente es algún periódico de mayor circulación nacional, o bien (ii) por conducto de comunicaciones que se dirigen a cada uno de dichos accionistas.

El hecho de que la oferta sea difundida a los accionistas mediante circulares dirigidas a sus domicilios, lo cual es común en Inglaterra, no le resta el carácter público, en virtud de que dichas circulares o cartas se dirigen a todos los accionistas de una o más series o clases. Por tanto, aún cuando un accionista no reciba la carta o circular, és-

18.- Artículo 1825 del Código Civil para el Distrito Federal.

te puede aceptar la oferta pues reúne la condición principal de ser propietario de los títulos objeto de ésta.

Algunos autores⁽¹⁹⁾ han opinado recientemente que resulta más acertada la noción de oferta colectiva que la de oferta pública, en virtud de que ésta abarca el concepto de difusión dirigida directamente a cada uno de los accionistas en lo particular, así como la realización de la oferta por los medios de comunicación masiva. Otros señalan que la oferta será pública cuando se reúnan dos condiciones: (i) el hecho de que ésta se dirija a un conjunto de personas, y (ii) que se utilicen medios de publicidad masivos.

En este sentido y sujeto a que este tema se trate a mayor profundidad posteriormente, la legislación mexicana ha definido a la oferta pública como la que se hace "por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos o documentos".⁽²⁰⁾ Asimismo, se establece que la Comisión Nacional de Valores podrá establecer criterios de aplicación general conforme a los cuales se precise si una oferta es pública y deberá resolver sobre las consultas que al respecto se formulen. Por otra parte, la legislación ha determinado que toda

19. Entre estos se encuentran Aubert y Wtterwulge.

20. El concepto de oferta pública lo contempla el Artículo 2o. de la Ley del Mercado de Valores. Por su parte, el Artículo 3o. de la Ley del Mercado de Valores establece que son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa.

oferta pública de valores deberá ser previamente autorizada por la autoridad administrativa señalada.

Como podemos apreciar, de la definición antes expuesta se desprende que las ofertas dirigidas a personas indeterminadas o a través de algún medio de comunicación masiva para adquirir acciones u obligaciones se consideran como públicas.

f.- Oferta Pública de Compra y Oferta de Recompensa.

Debe distinguirse la diferencia existente entre la oferta pública de compra y la promesa pública de recompensa. En la primera, y como ya hemos visto, se ofrece la celebración de un contrato de compraventa o permuta, según sea el caso. En este supuesto, el oferente pagará un precio por las acciones respecto de las cuales se acepte la oferta, en el caso de la compraventa, o bien dará acciones a cambio, cuando se trate de permuta. En ambos casos se tipifican claramente los contratos nominados de compraventa y permuta.

Por su parte, la promesa de recompensa se establece en favor de alguna persona que reúna determinada condición o desempeñe cierto servicio.(21) Esto se refiere a los casos en los cuales se ofrece una recompensa a la persona que recupere cierto objeto perdido o a aquel que gane algún con-

21. El Artículo 1861 y siguientes del Código Civil para el Distrito Federal se ocupan de la oferta de recompensa.

curso. Estas son declaraciones unilaterales de voluntad que conceden un derecho a recibir lo ofrecido a las personas que realice el servicio solicitado o reuna cierta condición. Como podemos apreciar, estos dos actos jurídicos se refieren a supuestos completamente distintos.

g.- Oferta Irrevocable.

Como se verá más adelante, los países que han reglamentado las ofertas públicas de compra establecen que éstas deberán de ser irrevocables durante un período mínimo.

En nuestro país, en que no se encuentra regulada de manera específica la figura de la oferta pública de compra, se establece⁽²²⁾ que "Toda persona que propone a otra la celebración de un contrato fijándole un plazo para aceptar, queda ligada por su oferta hasta la expiración del plazo."

Por tanto, en México las ofertas de celebración de un contrato son irrevocables hasta que venza el plazo fijado o sean retiradas éstas en los términos aplicables.

Por otra parte,⁽²³⁾ se señala que en caso de hacerse "una oferta sin fijación de un plazo a una persona no presente, el autor queda ligado durante tres días, además del tiempo necesario para la ida y vuelta regular del correo público,

22. Artículo 1804 del Código Civil para el Distrito Federal.

23. Artículo 1806 del Código Civil para el Distrito Federal.

o del que se juzgue bastante, no habiendo correo público, según las distancias y la facilidad o dificultad de las comunicaciones."

Por último, la oferta se considerará como no hecha si la retira su autor y el destinatario recibe la retracción antes que la oferta.

Lo anterior resulta aplicable a las ofertas públicas de compra ya que éstas son consideradas como ofertas de celebración de contratos.

Por otro lado, creemos que las normas aplicables a la retracción únicamente resultan aplicables a las ofertas públicas que sean notificadas por cartas o circulares particulares enviadas a los accionistas ya que, en el caso de avisos en los medios de comunicación masiva, éstos tendrán efectos inmediatos a partir de su publicación.

Puede concluirse que la oferta pública de compra constituye una oferta de celebración de un contrato de compraventa o permuta, según el caso, el cual podrá quedar sujeto a una condición suspensiva, siendo la oferta irrevocable dentro de un plazo.

Una vez revisado el concepto de oferta pública de compra así como su naturaleza jurídica y principales características, se analizarán las legislaciones y jurisprudencia de dos de los países que se encuentra a la vanguardia en este tema: Estados Unidos y Gran Bretaña.

D. Legislación y Jurisprudencia de los Estados Unidos de América.

Sin duda alguna este país cuenta con el cuadro normativo e institucional más avanzado y completo en relación con el mercado de valores. La legislación de los Estados Unidos ha tenido gran influencia en la de otros países, incluyendo la incipiente regulación mexicana.

a.- Antecedentes.

De acuerdo a lo dispuesto originalmente por la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934, no existía diferencia alguna entre la adquisición de una acción y la adquisición del paquete de títulos que significara el control de una empresa, mediante la realización de una oferta pública de compra en que se pagara la contraprestación en efectivo ("cash tender offer"). Las ofertas públicas de compra en que se ofrecían otras acciones como pago ya se encontraban reguladas por la ley citada.

En el mes de octubre de 1965, el Senador por el estado Nueva Jersey Harold Williams presentó un proyecto de regulación de las ofertas públicas de compra, el cual tenía como fin principal la protección de las administraciones de las sociedades que en esa época habían sido víctimas de una escalada de intentos de toma del control. En ese primer proyecto, el senador Williams pretendía:

"proteger a las administraciones del sabotaje industrial que ha surgido de lo que consideramos como invasiones corporativas a empresas antiguas sólidamente establecidas."(24) Por tanto, el proyecto venía a restringir prácticamente todos los intentos de incursión cuyo objeto fuera el de adquirir el control de una cierta sociedad; tomando a los invasores o "raiders" como personas sin experiencia que se apoderaban de verdaderas instituciones, por simples casualidades de mercado. Dicho proyecto establecía diversas protecciones a los administradores, dando a éstos escapatorias frente a una incursión enemiga.

El proyecto original no fue discutido por el Senado en pleno en virtud de que fue rechazado por los diversos comites que lo analizaron. El senador Williams se percató de la intención de otros legisladores en el sentido de incluir en las leyes aplicables no sólo protecciones para la empresa objeto de la incursión, sino otras que tendieran a la protección de los accionistas minoritarios. En este sentido, se modificó el proyecto Williams a fin de establecer ciertos sistemas de divulgación de información en cuanto a los "tender offers". El senador Williams presentó un nuevo

24. Aranow & Einhorn. "Tender Offer for Corporate Control". Op. Cit. pg. 64.

proyecto que contemplaba las ideas expuestas, el cual fue aprobado el 29 de julio de 1968 y, por el nombre de su precursor, se le denomina "Williams Act".

Formalmente la Ley de 1968 viene a adicionar al "Securities and Exchange Act" de 1934 con las Secciones 13(d), 13(e), 14(d), 14(e) y 14(f). Las normas contenidas en las Secciones 13(d) y 13(e) fueron analizadas en el Capítulo Tercero del presente trabajo. Por su parte, las Secciones 14(d), (e) y (f) se refieren a la regulación de los "tender offers".

Treinta y seis estados de la Unión Americana han promulgado leyes locales que regulan las ofertas públicas de compra dentro de sus territorios. Muchas de estas leyes han sido declaradas como inconstitucionales por la Suprema Corte de los Estados Unidos en virtud de que la Ley Suprema de ese país señala que "el Congreso tendrá facultades para regular el comercio con las naciones extranjeras y entre los Estados". Por tanto, se ha considerado que es la facultad del Congreso legislar en materia de "tender offers" ya que este es un tema federal por referirse al comercio interestatal. Por tal motivo, la legalidad y aplicabilidad de las leyes estatales que regulan los "tender offers" es muy relativa.(25)

-
25. En relación con el tema de la constitucionalidad de las leyes estatales que regulan los "tender offers" debe consultarse el "Securities Law and the Constitution: State Tender Offers Statutes Reconsidered", así como "The tender Trap: State Take Overs Statutes and their constitutionality" por Diane Wilner y Cris Landy publicado en el Fordham Law Review. Vol. 45, 1976.

Como podrá apreciarse, los juristas norteamericanos utilizan un lenguaje coloquial para referirse al tema de las ofertas públicas de compra y sus diversas consecuencias.

b.- Modalidades de los "Tender Offers" norteamericanos.

En los Estados Unidos se han diversificado los métodos para obtener el control de las empresas abiertas o públicas mediante la incursión amistosa u hostil, según el caso, a través de ofertas públicas de compra. A continuación analizaremos (sin la pretensión de ser exhaustivos) las diversas clases de "tender offers" que se han venido realizando en los últimos tiempos.

1) "Tender offer" con Pago en Efectivo.

Este tipo de oferta pública de compra resulta ser la más eficiente en caso de que la administración de la sociedad de que se trate se oponga a que ésta sea adquirida por un nuevo grupo. Igualmente, la oferta pública de compra con pago en efectivo es conveniente en el supuesto de que se pretenda adquirir el control de la sociedad antes de que un tercer grupo realice un oferta de adquisición mejor a la presentada originalmente.

Mediante este tipo de "tender offer", se ofrece al público comprar, dentro de un plazo determinado, un

número cierto de acciones, pagando en efectivo el precio establecido por cada títulos.

Se han presentado con frecuencia casos en los cuales, una vez anunciada una oferta pública de compra de las acciones de una empresa, surge un segundo grupo interesado (caballero blanco o "white knight") en adquirir ésta a un precio superior, desplazando al primer oferente. Por lo anterior y con el fin de proteger al oferente original, se utiliza la oferta de compra con pago en efectivo como un primer paso de una transacción que implica una futura fusión, como se verá más adelante.

Generalmente, la oferta pública de compra con pago en efectivo va dirigida a obtener el 100% de las acciones que se encuentran en circulación, para efectuar posteriormente una fusión entre la empresa ofertada y la oferente.

2) "Tender Offer" con Permuta de Acciones.

En este tipo de oferta pública de compra, el oferente propone a los accionistas de cierta empresa el cambio de los títulos de que son tenedores, por acciones u obligaciones emitidas por otra empresa, la cual generalmente también se cotiza en bolsa. Las obligaciones que se dan a cambio pueden ser ordina-

rias o convertibles en acciones en un cierto periodo. Este método también puede resultar efectivo en adquisiciones hostiles del control, a las que se opondrá la administración de la empresa incursionada. Esta modalidad de oferta se utiliza fuertemente en periodos en que el crédito se encuentra restringido o existen altas tasas de interés, proporcionando al invasor la oportunidad de realizar la incursión por el control sin utilizar su flujo de efectivo, pagando las acciones con otros títulos emitidos por éste. Ahora bien, existen ofertas públicas mixtas en las cuales se ofrece la compra de las acciones proponiendo un pago en efectivo o una permuta de acciones, a elección del aceptante de la oferta.

c.- Mecánica de los "Tender Offers"

Con el objeto de que resulte mas clara la exposición en relación con los requisitos legales a los que están sujetos los "tender offers", a continuación señalaremos la mecánica general que se utiliza en la práctica en cuanto a las ofertas públicas de compra.

- 1) El oferente hace del conocimiento del público, de la emisora de los valores respectivos así como de la autoridad y de las bolsas de valores, los términos de una oferta pública de compra.

En dicha oferta se deberá indicar (i) el nombre o denominación del oferente, (ii) la identidad de la emisora cuyas acciones son objeto de la oferta, (iii) la cantidad de acciones que se desean adquirir, (iv) el precio que se pagará por cada acción y la forma en que se realizará el pago, (v) el período de vigencia de la oferta, (vi) la forma en que se realizará la compra a prorrata, en caso de que la oferta no comprenda la totalidad de las acciones, y (vii) la institución depositaria que actuará como intermediaria en la operación.

- 2) Los accionistas que estén interesados en aceptar la oferta pública de compra deberán depositar sus acciones en la cuenta especial que ha abierto el oferente, generalmente en una casa de bolsa.
- 3) Las acciones se mantendrán depositadas y podrán ser retiradas libremente por sus titulares, dentro de los plazos que se establezcan al efecto.
- 4) Una vez transcurridos los períodos de retiro de las acciones depositadas, éstas quedarán a disposición del oferente quien, cuando venza el plazo de la oferta, podrá comprarlas pagando el precio o devolverlas a sus dueños, desistiendo de la oferta, según los términos en que ésta se hubiera realizado.

d.- Requisitos Legales a que están Sujetos los "Tender Offers"

Los "tender offers" que se realicen en los Estados Unidos

deberán apegarse a las normas que se mencionan a continuación:

1) Divulgación de información por el Oferente

La legislación norteamericana⁽²⁶⁾ prohíbe la realización de ofertas públicas de compra a través de las cuales se logre la tenencia de mas de 5% de las acciones de una emisora, a menos que al día en que se divulgue la oferta, el oferente presente un formato 14-D1 en la Comisión de Valores. Dicho formato deberá ser entregado también al funcionario de mayor jerarquía de la empresa cuyas acciones son objeto de la oferta y a cualquier otra persona que hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de compra que se encuentre vigente, respecto de las mismas acciones.

Además, el oferente deberá notificar telefónicamente su oferta y enviar el mencionado formato 14D-1 por correo, a las bolsas de valores en que se negocien las acciones respectivas así como a la Asociación de Agentes de Valores (NASD).

Adicionalmente, el oferente deberá divulgar la información contemplada en el formato multimencionado, por conducto del medio de comunicación masiva que estime pertinente.

26. Secciones 14(d) y 14 (d) 3 de la Ley de Williams.

2) Definiciones

Las reglas aplicables a los "tender offers" incluyen una serie de definiciones que resultan de utilidad a fin de precisar, en cada caso, los sujetos que están obligados a cumplir con las disposiciones respectivas y los diversos supuestos en que las mismas son aplicables. A continuación sintetizaremos las definiciones aludidas:

- i) "Oferente".- Por oferente se entiende a cualquier persona que realiza una oferta pública de compra o en cuyo nombre se realiza ésta.(27)
- ii) "Documentación relacionada con la oferta".- Significa la oferta de compra misma así como sus anexos, los comunicados a la prensa, los avisos publicitarios, las cartas y cualquier otro documento publicado por el oferente o divulgado a los "tenedores de los valores" por medio de los cuales se invite o solicite, directa o indirectamente, la compra de sus acciones.(28) Todo material relacionada con la oferta deberá ser presentado como anexo al formato 14D-1.
- iii) "Tenedor de valores".- Comprende tanto a los tenedores de valores registrados ante la sociedad emisora de que se trate, así como a los que tengan algún "derecho de propiedad" sobre dichos valores. A éstos deberá divulgarse la información a que se refiere el formato 14D-1.

27. Regla 14 d-1 (b) (1) del Williams Act.

28. Regla 14 d-1 (b) (5) del Williams Act.

iv) "Día hábil". - Es cualquier día, excepto los sábados, domingos y días festivos federales, de las 12:01 AM a las 12:00 PM(29).

3. Divulgación de Información: El Formato 14 D-1

Como hemos visto, el formato 14 D-1 debe utilizarse cuando el oferente desea adquirir, a través de una oferta pública de compra, más del 5% de las acciones representativas del capital social de una emisora. Es importante que dicho formato se presente en tiempo y antes de realizarse la oferta ya que, de lo contrario, ésta será nula y no tendrá efecto alguno. El formato 14 D-1 comprende la siguiente información:

- i) La denominación de la emisora; la clase y el número de acciones de la emisora que se pretende adquirir; el precio que se pagará por éstas; el mercado principal en que se negocian y las fluctuaciones a la baja y al alza que ha tenido la cotización de las propias acciones.
- ii) La identidad del oferente, su domicilio social así como el de su oficina principal, su nacionalidad, su ocupación actual así como la principal ocupación que ha tenido en los últimos cinco años y la existencia, dentro del mismo lapso, de cualquier sentencia dictada en contra del propio oferente por alguna violación a la Ley del Mercado de Valores.

- i) Información referente a contratos, negociaciones y transacciones que ha efectuado el oferente con la empresa objeto de la incursión o cualquiera de sus administradores o directivos.
- iv) El monto y origen de los fondos que utilizará a fin de pagar las acciones respecto de las cuales se acepte la oferta.
- v) El fin que persigue la oferta así como cualquier plan o propuesta del oferente en el sentido de efectuar cambios corporativos extraordinarios, tales como fusiones, reorganizaciones, liquidaciones, ventas, cesiones de partes importantes de los activos de la empresa objeto de la incursión; cambios que se pretenden en relación con la integración del consejo de administración que se encuentra en funciones; capitalizaciones o cambios en las políticas de dividendos de la propia empresa; y planes o proposiciones en el sentido de dejar de cotizar las acciones de la empresa mediante la cancelación de su registro en la bolsa de valores.
- vi) El porcentaje de las acciones de la emisora de las que sea tenedor el oferente, así como cualquier transacción respecto a dichas acciones efectuada por el oferente o cualquier socio o afiliado de éste, durante los sesenta días anteriores a la oferta.
- vii) Los términos de cualquier contrato, entendimiento, relación o acuerdo entre el oferente y cualquier persona, cuyo

objeto sean acciones emitidas por la emisora objeto de la incursión.

- viii) El nombre del agente (casa de bolsa o banco) que auxiliará al oferente en la transacción.
- ix) Los estados financieros del oferente, si se trata de una persona moral y la indicación del estado de su situación financiera en caso de que éste constituya un hecho relevante el cual será de importancia para los accionistas a fin de decidir la postura que adoptaran en cuanto a la oferta.
- x) Cualquier información adicional que resulte de importancia para los tenedores de valores incluyendo enunciativa, no limitativamente, cualquier convenio, contrato, arreglo o negociación entre la emisora y el oferente o cualquiera de sus subsidiarias o afiliadas; cualquier litigio de importancia al cual esté sujeto el oferente así como sobre la aplicación que pudiera tener las leyes antimonopolios y de créditos de margen en cuanto a la operación.

De ocurrir cualquier cambio de importancia en cuanto a la información proporcionada en el formato 14d-1, deberá presentarse un anexo complementario a dicho formato. El propio anexo al formato 14d-1 deberá ser entregado a más tardar el día en que la modificación relevante se divulgue entre los tenedores de los valores correspondientes.

3. Forma de Divulgar la Información

La Ley de Williams no indica precisamente el modo en que

deberá divulgarse la información contenida en el Anexo 14d-1 y sus modificaciones. Existen tres alternativas diferentes:⁽³⁰⁾

- i) mediante la publicación de un aviso en un periódico en el cual se incluya la misma información que comprende el Formato 14 D-1.

- ii) mediante la publicación de una síntesis de dicha información, en la inteligencia de que la información total deberá estar a disposición de los tenedores de los valores objeto de la oferta. En la síntesis deberá indicarse⁽³¹⁾ la identidad del oferente y de la emisora cuyos valores son objeto de la oferta; la clase y cantidad de valores que se pretende comprar y el tipo y monto del precio que se pagará; el día en que expirará la oferta y, en su caso, si este plazo puede extenderse; las fechas en que podrán retirarse los valores depositadas, la manera en que se realizará el prorrateo en caso de que la oferta no cubra la totalidad de las acciones; un resumen de la información financiera y antecedentes que surjan de la "documentación relacionada con la oferta", y la manera en que los tenedores de los valores podrán obtener la información completa respecto a todo lo anterior.

30. Regla 14 d-4 del Williams Act.

31. Regla 14 d-6 (a) (2) (i) del Williams Act.

Se estima que la información a sido divulgada adecuadamente si la publicación del aviso se hace en uno o más periódicos. (32) Al efecto, se sugiere que dicha información sea publicada en todas las ediciones de uno de los diarios de mayor circulación nacional.

iii) El oferente cuenta también con la posibilidad de divulgar la información mediante el envío de ésta a cada accionista. Para esos efectos, el oferente puede solicitar a la emisora de los valores una lista de tenedores de éstos. En ese supuesto, la emisora tendrá la opción de entregar al oferente la lista de accionistas a fin de que éste envíe la información a cada uno de ellos o bien, negarse a proporcionar dicha lista, en cuyo caso la emisora tendrá la obligación de enviar la propia información. En el último supuesto, los gastos correrán por cuenta del oferente, quien deberá de reembolsar éstos a la emisora que efectúe la labor de envío.

La empresa deberá decidir, a los dos días de haber recibido la solicitud del oferente, si entrega la lista de accionistas o envía la información directamente. Si la empresa decide que el oferente realice los envíos, deberá entregar a éste una lista actualizada de la tenencia accionaria. En

32. Regla 14 d-4 (b) del Williams Act.

el otro supuesto, la emisora deberá de enviar la documentación relacionada con la oferta dentro de los tres días contados a partir de la recepción de la solicitud.

Se ha revisado hasta ahora la forma en que deberá divulgarse la información respecto de una oferta pública de compra que comprenda más del 5% de los valores emitidos por una sociedad, así como los elementos que integran la propia información. Como se ha expuesto, no puede haber una oferta pública de compra sin que se haya divulgado la propia información entre el público así como entre las bolsas y la Comisión de Valores ya que, de lo contrario, esa oferta sería nula y no tendría efectos legal alguno. Ahora bien, a continuación se describirán los pasos a seguir en cuanto a las operaciones de "tender offer".

4. Inicio de la Oferta por Divulgación.

Una oferta pública de compra tiene efectos a partir de la fecha en que el oferente la divulga. Por lo anterior, la oferta pública de compra estará vigente desde las 12:01 a.m. de la fecha en la cual ocurra cualquiera de los siguientes hechos:(33)

- 1) la publicación de la información a que se refiere el formato 14d-1 en algún periódico.
- 11) la publicación de una síntesis de dicha información.

33. Regla 14 (d) 2 (a) del Williams Act.

- iii) el envío a los accionistas, por correo, de la documentación relativa a la oferta.
- iv) la divulgación de la información relacionada con la oferta pública de compra, por cualquier medio.

5. La Regla de los Cinco Días

En el caso de los "cash tender offers" cuando alguna persona⁽³⁴⁾ informe o haga saber a otras su intención de adquirir más del 5% de las acciones de una emisora, indicándoles los datos principales respecto de la operación, tendrá que realizar la oferta o desistirse de ella dentro del plazo de cinco días contado a partir de la fecha en que hizo pública la información. Si la intención del oferente es conocida públicamente y éste o alguien en su nombre la confirma, se disparará la obligación de realizar la oferta o retractarse, en el plazo citado. La Comisión de Valores ha establecido que por "datos más importantes" se entiende la identidad del oferente y de la emisora cuyos valores son objeto de la oferta; la cantidad y clase de valores objeto de la misma, y el precio o rango de precio conforme al cual se pagarían las acciones.

34. Regla 14 (d) 2(b) del Williams Act.

6. Plazos de Vigencia de la Oferta

La legislación norteamericana prescribe ciertos plazos mínimos en los cuales deberán mantenerse vigentes las ofertas públicas de compra. La regla general establece que toda oferta pública de compra deberá mantenerse vigente por un plazo mínimo de veinte días hábiles contados a partir de la "fecha de inicio" de la oferta, a la cual nos hemos referido anteriormente⁽³⁵⁾.

Si antes de vencer el plazo de la oferta se aumenta el precio a pagarse por las acciones, dicho plazo se prorrogará por diez días más, contados a partir de que se divulgue la información respecto al incremento en el precio.⁽³⁶⁾ El plazo de los diez días es concurrente con el plazo forzoso de veinte días, es decir, si al octavo día se anuncia un incremento en el precio, la vigencia de la oferta no se prolongará más allá de los veinte días forzosos. En cambio, si al décimo octavo día de la oferta se anuncia un incremento en el precio por acción, entonces el período de vigencia se extenderá por ocho días más.

El período de vigencia de la oferta puede prorrogarse por el oferente siempre y cuando éste lo notifique a los accio-

35. Regla 14 (e) 1 (b) del Williams Act.

36. Regla 14 (e) 1 (b) del Williams Act.

nistas antes de las 9:00 a.m. del día hábil siguiente a aquel fijado para la terminación de la oferta. Si los valores objeto de la oferta se encuentran registrados en más de una bolsa de valores, la notificación de la prórroga tendrá que efectuarse a la hora de inicio de operaciones de cualquiera de éstas. El aviso de prórroga deberá indicar el número aproximado de valores que han sido depositados hasta ese momento. (37)

7. Depósito de las Acciones

Iniciado el período de la oferta pública de compra, los accionistas que estén interesados en vender sus títulos deberán depositarlos en una cuenta especial que abrirá el oferente con alguna casa de bolsa. Como veremos a continuación, el simple depósito de las acciones no significa la aceptación de los términos de la oferta. Existen plazos conforme a los cuales los tenedores de acciones podrán retirar los títulos depositados. Durante los veinte días en que se mantiene vigente la oferta, pueden surgir circunstancias por las que el accionista que hubiera depositado sus acciones se desista de aceptar la oferta. Si durante los veinte días respectivos se recibe una mejor oferta de compra de una tercera persona ("white knight") los accionistas, dentro de los períodos fijados, podrán retirar sus acciones del primer depósito y depositarlas en la cuenta

37. Regla 14 e - 1 (d) del Williams Act.

que abra ese tercero. Ahora bien, si la administración de la empresa juzga que la oferta no debe ser aceptada por los accionistas e influye en éstos argumentando que el precio que pagará el oferente es bajo y podrá ser obtenido como dividendos posteriormente, las personas que desean conservar su participación en la emisora también podrán, dentro de los períodos correspondiente, desistirse de aceptar la oferta, retirando sus títulos del depósito. Por tanto, la regulación norteamericana concede a los accionistas ventajas realmente importantes al fijar el período mínimo de veinte días hábiles para cualquier "tender offer", así como la posibilidad de efectuar retiros de las acciones depositadas, dentro de ciertos plazos. De esta manera, se garantiza al accionista la obtención de las mejores condiciones de compra, o bien la posibilidad de mantener su participación en la emisora, siempre contando con la información suficiente y veraz que le permita tomar la mejor decisión posible en cuanto al futuro de su patrimonio.

8. Retiro de Depósitos

La ley⁽³⁸⁾ concede a los tenedores de valores objeto de una

38. Sección 14 (d) 7 del Williams Act.

oferta pública de compra, la posibilidad de retirar sus acciones del depósito, en cualquier momento, dentro de los quince días hábiles contados a partir de la fecha de inicio de la oferta.

Por otra parte, también podrán retirar sus acciones dentro de los diez días hábiles contados desde el anuncio de una oferta de compra de las propias acciones, realizada por un tercero. En este caso, la divulgación del formato 14d-1 por el segundo oferente deberá hacerse mediante el envío de éste a cada accionista y no por conducto de una aviso público.

9. Adquisiciones a Pro-rata

La legislación norteamericana⁽³⁹⁾ permite la existencia de ofertas públicas de compra parciales. Estas ofertas son aquellas en que se determina con precisión el número de acciones que serán adquiridas.

Anteriormente, las reglas aplicables establecían que en caso de que se depositara una mayor cantidad de acciones que las que serían adquiridas conforme al límite fijado en la oferta, las acciones depositadas dentro de los diez días naturales siguientes al inicio de la oferta o dentro de los diez días naturales contados a partir del anuncio de un au-

39. Regla 14 (d) (6) del Williams Act.

mento en el precio de la oferta, serían compradas en base a pro-rata. Las acciones que hubieren sido depositadas con posterioridad a esos períodos, podían ser adquiridas discrecionalmente por el oferente de acuerdo a la regla de "primeras depositadas, primeras compradas".

La regla antes mencionada no resultaba equitativa para aquellos accionistas que no hubieren depositado sus acciones dentro de los diez días mencionados. La Comisión de Valores consideró que la regla perjudicaba a los accionistas pequeños y medianos que, al contrario de los arbitradores e inversionistas profesionales, no contaban con el tiempo suficiente para decidir su posición. Por lo anterior, y a fin de conceder a todos los accionistas los mismos derechos y oportunidades, en diciembre de 1982 la Comisión de Valores adoptó una nueva norma,⁽⁴⁰⁾ mediante la cual se obliga al oferente de una oferta pública de compra parcial a aceptar, en base a pro-rata, todas las acciones que se hubieren depositado durante el período de vigencia.

Por tanto, en las ofertas públicas de compra de este tipo, todos los accionistas tendrán exactamente las mismas posibilidades de que sus títulos sean adquiridos parcialmente.

40. Regla 14 (d) (8).

10. La Regla del Mejor Precio

La legislación norteamericana establece⁽⁴¹⁾ que cuando un oferente incrementa el precio ofrecido por ciertos valores, deberá pagar dicho precio a todos los tenedores de los valores que ya haya adquirido el propio oferente. Este derecho de incremento en el precio lo tendrán los accionistas desde el día en que el oferente haya manifestado su interés de adquirir las acciones, aún cuando la vigencia de la oferta no haya iniciado desde esa fecha.

11. Perfeccionamiento de la Compraventa

Vencido el período en que los tenedores de las acciones pueden hacer retiros, conforme a lo que se ha analizado, las acciones quedarán a disposición del oferente, quien podrá empezar a adquirirlas en el momento en que venza el período de la oferta. Las adquisiciones podrán efectuarse a través de la bolsa de valores, en los casos que así convenga.

Una vez adquiridas las acciones, el oferente deberá pagarlas en los términos previstos en la oferta.

La regla 10b-13 prohíbe al oferente comprar acciones objeto de la oferta, directa o indirectamente, desde el día de inicio de la propia oferta hasta la fecha de su terminación.

41.- Sección 14(d)(7) del Williams Act.

Por otra parte, el oferente podrá desistirse de su oferta en cualquier momento, regresando las acciones de inmediato a los depositantes.

12. Pasos a seguir por el Consejo de Administración de la Empresa cuyas Acciones son objeto de la Oferta Pública de Compra.

Las reglas 14D y 14E se refieren a las resoluciones que podrá tomar el consejo de administración de la empresa cuyos títulos son objeto de la oferta pública de compra. Específicamente, la regla 14-E obliga a la empresa respectiva a tomar una posición determinada en relación con la oferta, la cual deberá publicar en la forma de una declaración.

Se señala⁽⁴²⁾ que, en relación con cualquier "tender offer", la empresa emisora deberá, dentro de los diez días siguientes a la fecha en que entre en vigor la oferta, divulgar a sus accionistas un comunicado en el cual se indique (i) si recomienda que se acepte tal oferta; (ii) si recomienda que se rechaze la misma, o bien (iii) si mantiene una posición neutral, o manifiesta que no se encuentra en posibilidades de adoptar una posición. Tal comunicación deberá contener las razones por las cuales el consejo de

42. Regla 14 e-2 del Williams Act.

administración adopta la posición correspondiente o, en su caso, la razón por la cual no adopta una posición. Por otra parte, de ocurrir un cambio de importancia en cuanto a la posición adoptada originalmente por la administración de la empresa en relación con la oferta, deberá divulgarse a los accionistas esa circunstancia, a la mayor brevedad posible.

Además, la administración de la sociedad deberá presentar a la Comisión de Valores un formato 14d-9 en el cual se incluye la siguiente información:

- i) cualquier conflicto de intereses existente entre los administradores y (a) la empresa objeto de la oferta, sus ejecutivos o afiliados, y (b) la oferente, sus administradores, directivos y afiliados.
- ii) la naturaleza y razones de su recomendación o solicitud a los accionistas, incluyendo los argumentos en que fundamentan su posición o la incapacidad para no adoptarla.
- iii) la identidad de los asesores que se hayan contratado en relación con la recomendación que se hace a los accionistas (incluyendo abogados, contadores, asesores financieros, etc.)
- iv) cualquier transacción efectuada con valores de la emisora correspondiente durante los sesenta días anteriores a la oferta, que haya realizado la propia emisora o sus ejecutivos, afiliados o subsidiarias o cualquier intención de di-

chas personas de aceptar la oferta o de comprar acciones adicionales.

- v) cualquier operación o transacción que se esté negociando o conduciendo en respuesta a la oferta pública de compra, de la cual resulte cualquiera de los siguientes hechos: (a) una operación extraordinaria, como podría ser la fusión, reorganización u otras en relación con la empresa objeto de la incursión o cualquiera de sus afiliadas o subsidiarias; (b) la adquisición, enajenación o cesión de alguna parte importante de los activos de la propia empresa o de sus subsidiarias o afiliadas; (c) la amortización de sus acciones o (d) cualquier cambio de importancia en cuanto al capital de la emisora o su política de dividendos.

Conforme a lo anterior, puede concluirse que el marco de información que es obligatorio en los casos de ofertas públicas de compra resulta ser de utilidad para los tenedores de las acciones objeto de la oferta. Por un lado, éstos pueden contar con todos los datos relacionados con el oferente, los cuales incluyen información sobre la intención de éste, los principales cambios que desearía efectuar en la empresa en caso de adquirir el control y otros datos importantes. Además, los accionistas contarán con información por parte de la administración de la emisora respectiva. Dicha emisora deberá de guiar al accionista indicándole si

considera que la oferta es conveniente o si el precio de ésta no es el adecuado. Por otra parte, se le dá al accionista el derecho de retirar sus acciones depositadas en relación con la oferta, dentro de cierto lapso, el cual se extiende en caso de surgir un tercer grupo que ofrezca un mejor precio por las acciones. Por todo lo antes expuesto, consideramos que el marco de regulación aplicable en los Estados Unidos a las ofertas públicas de compra resulta idóneo y logra los dos propósitos deseados que son: por un lado, la debida información e igualdad de oportunidades que se concede a todos los accionistas y, por otro, la posibilidad de que la empresa defienda su independencia si considera que la oferta no es adecuada.

e.- Información Privilegiada en cuanto a los "Tender Offers".

La legislación norteamericana⁽⁴³⁾ contiene una serie de disposiciones tendientes a proteger a los accionistas de las sociedades emisoras, de los fraudes y manipulaciones que pueden realizar los "insiders" o personas que tienen o pueden tener acceso a información privilegiada.

Expresamente, la sección 14e, aplicable a los "tender offers" prescribe lo siguiente:

"será ilegal que cualquier persona haga declaraciones falsas sobre cuestiones de importancia u omita la declaración de cualquier hecho relevante que sea necesario a fin de que la declaración efectuada, a la luz de las circunstancias

43. Sección 14(e) del Williams Act.

bajo las cuales se hace, resulte veraz; o participar en actos o prácticas fraudulentas o manipulativas, en relación con cualquier oferta pública de compra, o invitación para la realización de una oferta, o manifestaciones de los tenedores de dichas acciones respecto a la aceptación u oposición de la oferta. La Comisión, para los efectos de esta subsección, deberá emitir reglas que definan y prescriban los medios tendientes a evitar dichos actos o prácticas que sean fraudulentas o manipulativas."

De la regla expuesta se desprende que los miembros del consejo de administración de la empresa objeto de la incursión deberán actuar cuidadosamente en relación con la recomendación que hagan a los accionistas en relación con la oferta de compra, ya que de lo contrario, de omitir éstos algún dato de importancia que desvirtúe la veracidad de la información divulgada o de la recomendación respectiva, serán responsables de los daños y perjuicios que se causen a la empresa, a sus accionistas o al oferente que corresponda.

Por su parte, la regla 10b-5 se refiere a los casos en que se cometa algún fraude en la compra o venta de acciones. De esa norma ha derivado la siguiente regla en relación con las personas con acceso a información privilegiada: "o se divulga la información que es de su conocimiento o se abstiene de efectuar operaciones con valores emitidos por la sociedad respecto de la cual tiene acceso información privilegiada". La persona ("insider") que por su posición

tiene conocimiento de información de importancia que no haya sido divulgada, debe abstenerse de comprar o vender valores de dicha sociedad, así como de divulgar selectivamente tal información con fines comerciales o personales (como es el caso de los "tips"), a menos de que la información sea divulgada públicamente con anterioridad.

La regla 10b-5 se refiere a la información que, por su naturaleza, pueda afectar los activos de la emisora o su capacidad de generar utilidades, o información que pudiera afectar el precio o la bursatilidad de los valores respectivos. Las personas que quedan sujetas a esta regla son la empresa misma, sus "insiders" (términos que incluye a los administradores, directivos y empleados, comisarios, etc), así como a las personas a quienes éstos divulgan la información en forma parcial. Ejemplo del último caso resultan ser los amigos o socios de los administradores o directivos a quienes éstos aconsejan adquirir o vender ciertos valores de la empresa a la que están vinculados.

Los "insiders" tienen un deber fiduciario frente a la sociedad emisora y, por ende, deben abstenerse de utilizar la información privilegiada en provecho propio o de terceros. Este deber fiduciario obliga también a las personas a quienes se proporciona información parcial o sugerencias. Por lo anterior, la regla de "abstención o divulgación" se aplica también a los denominados "insiders" temporales.

El deber fiduciarios se fundamenta en el hecho de que "existe una relación especial de confianza en la conducción de los negocios de las sociedades, a los "insiders" se les permite el acceso a dicha información confidencial únicamente con propósitos corporativos".

La regla 14e-3 prescribe la principal prohibición en relación con la información privilegiada, señalando que toda persona que por cualquier motivo tenga acceso a dicha información debe de abstenerse de comprar o vender valores de la emisora que corresponda o bien divulgar la propia información entre el público. Se define como "persona externa con acceso a información privilegiada" a aquella que "tiene conocimientos de cierta información de trascendencia sobre un "tender offer", la cual no es pública y le ha sido proporcionada, directa o indirectamente, por la empresa objeto de la incursión o por la persona que ha iniciado o a tomado las medidas conducentes a iniciar la propia oferta pública de adquisición. También se ha incluido dentro del término de información privilegiada lo que se refiere a "la intención de realizar una oferta pública de compra, así como cualquier dato que surja durante el transcurso de la oferta, tal como la decisión de incrementar el precio o el desistimiento de la oferta, o respecto a la reacción que tendrá la emisora objeto de la incursión".(44)

44.- Lipton and Steinberger. "Take overs and Freezouts". Op. Cit. pg. 2.08(3)

En virtud de lo anterior, podemos considerar que el marco jurídico aplicable a las ofertas públicas de compra en los Estados Unidos de América, constituye una amplia protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Dichos accionistas tendrán siempre acceso a información, que les será proporcionada por el oferente y por la emisora, así como por otro tercer grupo que realice una segunda oferta. Contando con dicha información, los accionistas podrán decidir sobre la conveniencia de vender sus acciones en el mercado, conservarlas o aceptar la oferta del primer oferente o de un tercer grupo que prometa un mejor precio. Toda esta gama de posibilidades queda abierta para los inversionistas en el caso de una oferta pública de compra. Por tanto, la legislación norteamericana aplicable a los "tender offers" es realmente extraordinaria en virtud de que permite la libertad de comercio y además concede las mismas oportunidades a todos los inversionistas. Así mismo, se concede la empresa objeto de la incursión la posibilidad de rechazar ésta y conservar su independencia.

E. Marco Legal Aplicable a las Ofertas Públicas de Compra, que se realicen en Inglaterra.

Resulta sorprendente que las normas del derecho inglés aplicables a las ofertas públicas de compra han emanado de instituciones privadas que tienen facultades de autoregulación. No existe una legislación formal en relación con los "take-over bids" ni tampoco una autoridad pública (como en

los Estados Unidos, Francia y nuestro país) que regule e interprete las normas respecto del mercado de valores. Solo en relación con la información que deberá proporcionarse en cuanto a las ofertas públicas de adquisición, resultan aplicables ciertas normas de jerarquía legal: las "Licensed Dealers Rules" de 1960.

Las reglas aplicables al fenómeno que nos ocupá son de tipo meramente informal, emitidas por empresas y organismos privados, principalmente la Bolsa de Londres. Por "City de Londres" se entiende el sector financiero localizado en la antigua parte de esa capital, donde se encuentran ubicados la bolsa de valores, los mercados de "commodities" o mercaderías, el mercado de divisas así como la gran mayoría de los bancos y agentes de bolsa. Cada uno de estos mercados y cada profesión está regida por reglamentos internos, los cuales se han ido adoptando como normas flexibles y prácticas sin las formalidades que requiere la ley.

La serie de reglas mencionadas son respetadas por las posibles sanciones que pueden imponerse a los violadores. La sola falta a alguna de estas normas puede resultar en la pérdida de la buena reputación y confianza en alguna institución, lo cual constituirá su desprestigio y, en un extremo, su quiebra.

a.- Evolución(45)

Como se analizó al principio del presente Capítulo, al finalizar la segunda guerra mundial se dieron circunstancias de tipo económico que provocaron un desencadenamiento de "take-over bids". Al no existir una legislación aplicable al respecto, y a pesar de la resistencia de las administraciones de las sociedades se dieron múltiples abusos de los oferentes en contra de los accionistas minoritarios.

En ese momento, el Parlamento inglés se preocupó de este problema y estudio la conveniencia de legislar sobre esta materia. El propio Parlamento así como el Gobierno se mostraron opuestos a intervenir en la regulación de estos fenómenos ya que consideraron que eran cuestiones de índole privada en las cuales no tendrían ingerencia si los particulares encontraban la manera de proteger a los accionistas minoritarios y a las empresas mismas objeto de las incursiones. El Primer Ministro Harold Wilson expresamente señaló que a la City de Londres concernía tomar medidas en el campo de las ofertas públicas de compra, ya que ese campo no era responsabilidad del estado.

Por tanto, la City de Londres adoptó en 1968 la autoregula-

45. En cuanto a la evolución de la autorregulación inglesa en relación con los "take-over bids" deben consultarse las interesantes ponencias presentadas en el "Proceeding of Meeting on Take-over bids" held in Lloyd's Writing Room, en Londres, Inglaterra, sobre todo la exposición de Vivian Jennings. The Business Lawyer. Noviembre de 1971. Pg. 243.

ción conocida como "The City Code on Take Overs and Mergers", la cual no tiene nivel legal pero resulta aplicable a este tipo de fenómenos. En ese entonces muchas personas opinaron sobre la conveniencia de que esa serie de reglas se elevaran a la jerarquía de una ley, la cual estaría estructurada y redactada de tal manera que no se prestara a interpretaciones erróneas, como el caso del Código vigente, el cual es sumamente flexible e informal. A pesar de lo anterior, imperó la idea de que los asuntos estrictamente particulares de la City de Londres fueran regulado por sus integrantes, no permitiendo acceso a estas instancias a las autoridades británicas. Actualmente, el Código continúa teniendo las características citadas, pero ha sido reformado en varias ocasiones para ajustarlo a la realidad.

La máxima autoridad en materia de ofertas públicas de compra y fusiones es una entidad netamente privada que se denomina "Panel which Administers the City Code on Takeovers and Mergers". Ese organismo privado tiene facultades de regulación, es sumamente reducido e informal, y cuenta con un equipo de profesionales que siempre está accesibles para los integrantes de la City, reaccionando con gran velocidad a los problemas que se les presentan. En el Panel están representadas las principales instituciones de la City así como la Confederación de Industriales Británicos. Para reforzar las facultades del propio Panel, el cual estaba siendo desbordado al no tener poderes suficientes de coerción, se le otorgó la facultad de sancionar a los miem-

bros de la City y, en caso extremo, recurrir al Ministerio de Comercio a fin de que éste, en uso de sus facultades de inspección, investigara algunos casos que violaran el marco impositivo.

b.- Legislación Aplicable

Ahora bien, a continuación analizaremos el marco legal aplicable a los "take-over bids" en Inglaterra.

1. Licensed Dealers Rules: Estas reglas fueron emitidas en 1960 por el Ministerio de Comercio y constituyen el único conjunto de normas con jerarquía de ley que se ocupan, aunque parcialmente, de los "take-over bids". Estas reglas consideran como "take-over offer" a "las ofertas dirigidas a mas de una persona, formuladas con el fin de obtener el control de una sociedad, entendiendose por control la obtención de las acciones que confieren la mayoría de los derechos de voto ejercitables normalmente"(46).

En general, las reglas citadas se ocupan de lo siguiente:

- i) Obligan a los administradores de la sociedad objeto de la incursión a tomar una posición frente a una oferta pública; deberán rechazarla o recomendarla, según sea el caso.
- ii) Obligan al oferente a notificar a la sociedad su intención de realizar una oferta, tres días antes de que ésta se haga pública.

46. Proceeding of Meeting on "Take-Over Bids". Op. Cit. pg. 260.

- iii) Establecen que la oferta deberá de estar vigente durante un plazo mínimo de 21 días.
- iv) Prohíben que la oferta se condicione a que se otorguen prestaciones o compensaciones adicionales a los administradores o directivos en caso de obtener el oferente el control de la sociedad.
- v) Prescriben que en las ofertas parciales deberán de adquirirse las acciones depositadas a prorrata, entre todos los que hubieren aceptado la propia oferta.

2. El Código de la City⁽⁴⁷⁾

El Código de la City regula la toma de dominio de las sociedades por medio de la realización de ofertas públicas y privadas de compra que se realicen en Bolsa. Sus dos principios fundamentales son (i) el de completa información a los accionistas y (ii) el de igualdad de trato entre éstos. Asimismo, este ordenamiento privado pretende que se de a los accionistas un tiempo razonable a fin de que éstos puedan adoptar la decisión que mas convengan a sus intereses en cuanto a una oferta pública de compra o a cualquier otro método de adquisición del control. Este Código resulta ser el ordenamiento mas avanzado en virtud de que consagra que en los casos en que se realice un cambio en el control de la sociedad, todos los accionistas deberán de

47. En relación con el Código de la City de Londres debe consultarse a Zurita y Saenz de Navarrete Jaime, "La Oferta Pública de Adquisición". Op. Cit. pg. 149.

tener iguales oportunidades de vender sus acciones al precio en que se negoció el paquete controlador. Dicha obligación se le impone, como hemos visto, al accionista que adquiere el control, quien debe ofrecer la misma oportunidad a todos los demás.

El Código se divide en dos partes principales. Por un lado, contiene doce principios generales de conducta que deberán observarse en el caso de ofertas públicas de adquisición y otros métodos de toma de control. Por otra parte, establece treinta y cinco reglas que determinan de manera precisa la forma de aplicar los principios generales aludidos y establecen casos que sirven como ejemplos al respecto.

De los principios generales antes citados, destacan cuatro, los cuales resultan aplicables a las ofertas públicas de compra:

- 1) El Principio General No. 3 señala que "los accionistas deberán tener suficiente información, conocimiento de hechos y opiniones que les permitan tomar una decisión adecuada y deberá dárseles suficiente tiempo para tomar su decisión. Toda la información relevante o de importancia debe proporcionarse a los accionistas.

Este principio consagra la facultad que tienen los accionistas de estar debidamente informados de todos los hechos relevantes en cuanto a la empresa, que les sean de utilidad a fin de poder tomar una decisión adecuada en cuanto a sus inversiones.

- ii) El principio General No. 8 establece que "todos los tenedores de acciones de la misma clase, objeto de una oferta pública, deberán ser tratados de igual manera por el oferente."

- iii) El Principio General No. 11 señala que "los consejeros de una sociedad oferente o bien de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta, deberán actuar como tales y no en virtud de sus intereses personales derivados de su tenencia accionaria personal o familiar o su relación con la sociedad de que se trate. Debe tomarse en cuenta, en todo momento, el interes de todos los accionistas como un mismo grupo, unido a los empleados y a los acreedores".

- iv) La Regla 26 prescribe que, en general, "las ofertas públicas de compra parciales no son aceptables y, de hacerse éstas, deberán contemplar que la adquisición se realizará en estricta prorrata por lo cual, el oferente no podrá seleccionar cuales son las acciones que desea adquirir.

Por otra parte, la regulación en comentario sostiene que la decisión respecto de la aceptación o rechazo de la oferta corresponde únicamente a los accionistas que son titulares de los valores correspondientes y, por ende, propietarios de una parte de la empresa. Por tanto, se prohíbe a la administración de la empresa objeto de la incursión adoptar medidas que frustren o tiendan a repeler la oferta, a menos que ésto sea decidido por una asamblea general de accionistas. Esta norma es de especial importancia ya que no se permite, como en otras legislaciones,

que el consejo de administración adopte medidas extraordinarias para repeler la incursión, las cuales, en la mayoría de los casos, benefician a los propios administradores y no a la empresa misma ni a sus accionistas.

Como se ha visto, las Reglas Generales del Código de la City de Londres consagran los principios de información e igualdad en el trato. Este Código, aún cuando es sumamente informal y flexible, resulta ser uno de los conjuntos de normas más avanzados en relación con la protección de los derechos e intereses de los accionistas minoritarios de las empresas públicas.

3.- Ley sobre Monopolios y Fusiones de 1965

Esta Ley tiene por objeto evitar que se den actividades monopólicas, garantizando la libre concurrencia comercial. De acuerdo con la citada ley, el Departamento de Comercio e Industria puede solicitar a la Comisión de Monopolios que examine cualquier "take-over" que pueda resultar en (i) una fusión o vinculación de grupos que incremente una actividad monopólica en relación con los bienes o servicios en Gran Bretaña o en alguna parte importante del país, o (ii) cuando el valor de los activos adquiridos exceda de cinco millones de libras esterlinas.

Dicha Ley establece que surge una situación monopólica cuando como mínimo un tercio de la producción o distribución de cierto bien o servicio se encuentre en manos de una

sola sociedad o persona. El Departamento de Comercio e Industria puede prohibir o anular una adquisición de control en el caso de que la Comisión citada opine que ésta crea o incrementa un monopolio.

F. Normas Aplicables a las Ofertas Públicas de Compra en México

La legislación mexicana no regula expresamente las ofertas públicas de compra ni ha establecido un marco jurídico que garantice los principios básicos que la doctrina y la jurisprudencia extranjeras han concedido en estas circunstancias a los accionistas minoritarios.

a. Elementos de la Oferta Pública de Compra.

Ahora bien, la legislación de nuestro país contiene una serie de normas que resultan aplicables, algunas por analogía y otras expresamente, a las ofertas públicas de adquisición. A continuación analizaremos éstas.

Como hemos visto en la primera parte de este Capítulo, la naturaleza jurídica de las ofertas públicas de compra es la de una oferta de contrato de compraventa, la cual se encuentra regulada en nuestro país⁽⁴⁸⁾. De acuerdo a la es-

48. Artículo 1804 y siguientes del Código Civil para el Distrito Federal.

cuenta legislación mexicana, el ofertante que propone a otro la celebración de un contrato fijándole un plazo para aceptar, queda ligado por su oferta hasta la expiración del plazo. Por tanto, en las ofertas públicas de compra que se efectuen en México, deberá señalarse un plazo durante el cual estará abierta la oferta correspondiente. Por otra parte, se prescribe⁽⁴⁹⁾ que el contrato de compraventa se perfeccionará en el momento en que el proponente reciba la aceptación. La aceptación deberá ser lisa y llana ya que, de lo contrario, se entenderá liberado el proponente y la respuesta constituirá una nueva oferta.

A fin de que el contrato de compraventa quede perfeccionado, deben señalarse los elementos esenciales de éste en la oferta: el precio y la cosa objeto del contrato.

Ahora bien, si en la oferta se indica que el precio se pagará parte en efectivo y parte mediante la entrega de otros valores, deberá distinguirse si la parte en numerario es igual o mayor que la que se pague en valores, caso en el cual la operación será de compraventa o bien, si la parte en numerario fuera inferior, éste será de permuta.

El contrato de compraventa es aquel por el cual "cada uno de los

49. Artículo 1807 del Código Civil para el Distrito Federal.

contratantes se obliga a dar una cosa por otra."(50) En cuanto a este supuesto, la oferta pública de compra deberá precisar cuales son los valores que se dan a cambio de otros así como la proporción en que se realizara el canje.

Por lo anterior, la oferta pública de compra deberá contener, cuando menos, los siguientes elementos:

- 1) El nombre o denominación del oferente.
- 2) El nombre de la emisora cuyas acciones son objeto de la oferta.
- 3) El número de acciones que se desean adquirir.
- 4) El plazo en que se mantendrá vigente la oferta.
- 5) En caso de tratarse de una oferta para la celebración de un contrato de compraventa, la indicación del precio que habrá de pagarse por acción.
- 6) En el supuesto de una oferta para la celebración de un contrato de permuta, señalar los valores que se darán a cambio y la proporción conforme a la cual se canjearán éstos.
- 7) La manera en que se adquirirán los valores, en caso de que las acciones respecto de las cuales se acepte la oferta excedan del monto a comprarse.

8) La mecánica a efectuarse para la operación (prorrata o "primeras aceptadas primeras adquiridas").

b) Ley del Mercado de Valores

La exposición de motivos del ordenamiento citado estableció que el proyecto de ley tenía por propósito "dotar al mercado de valores de mecanismos que permitan: conocer con facilidad las características de los títulos objeto de comercio y los términos de las ofertas, demandas y operaciones.... Es de particular importancia que el público tenga conocimiento cabal sobre los valores objeto de las transacciones. Dificilmente puede desarrollarse un mercado en el cual hay incertidumbre sobre la naturaleza de lo que se vende y se compra..."

Por otra parte, el legislador expuso que "Para proteger los intereses de los ahorradores, el proyecto de Ley establece que únicamente valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios pueden ser ofrecidos al público, ya que solo respecto de tales títulos puede haber una garantía adecuada de información."

Desde el año de 1975 (hace más de una década) expresó el legislador la necesidad de que quedarán salvaguardados los derechos de los inversionistas del mercado de valores, proporcionado a éstos la información necesaria para que pudie-

ran tomar las medidas que mas convinieran a sus intereses.

A esta fecha, el propósito del legislador no se ha logrado plenamente ya que los accionistas minoritarios y otros inversionistas pequeños y medianos no cuentan con el marco legal que les permita tener acceso a la información respecto de las emisoras correspondientes. Los abusos por parte de los accionistas mayoritarios y administradores de algunas empresas públicas han sido constantes.

Por otro lado, muy poco se ha hecho en cuanto al principio de igualdad en el trato que debe imperar entre todos los accionistas al efectuarse una oferta pública de compra, lo cual es una tendencia no solo doctrinaria sino legislativa y jurisdiccional en los países que cuentan con un mercado de valores desarrollado. En nuestro país, no existen normas que concedan a todos los accionistas igualdad en el trato al adquirir un nuevo grupo el control de las sociedades emisoras en las que tienen participación. Dichos accionistas minoritarios ven como expectadores las compraventas de paquetes de acciones controladores, sin que éstos tengan un marco que protega sus intereses y conforme al cual puedan beneficiarse de las enormes utilidades que se generan en esas operaciones.

1. Concepto de Oferta Pública

La legislación aplicable señala que "se considera oferta pública la que se haga por algún medio de comunicación ma-

siva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir valores".(51) Conforme a este precepto, la oferta de compra de valores se considera como "oferta pública" para los efectos del ordenamiento y, por ende, debe sujetarse a las normas que éste contempla. Es aplicable el precepto aludido en virtud de que se refiere a las ofertas para adquirir valores que se efectuen por un medio de comunicación masiva o a persona indeterminada. Como hemos visto, las ofertas públicas de compra, por su naturaleza, se hacen a través de anuncios en periódicos u otros medios de comunicación masiva o por cartas dirigidas a todos los accionistas, personas indeterminadas.

2. Aprobación por la Comisión Nacional de Valores

Ahora bien, en vista de que la oferta pública de compra se considera como oferta pública de valores para los efectos de la Ley, ésta deberá ser previamente aprobada por la Comisión Nacional de Valores.

El requisito de aprobación previa tiene por objeto el que la autoridad revise e investigue a la emisora y los títulos que serán objeto de la oferta así como al propio oferente, a fin de evitar perjuicios para el público inversionista.

51. Artículo 2o. de la Ley del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional de Valores no permitirá, en protección del mercado, que se realicen ofertas públicas de valores que no reúnan ciertos requisitos mínimos.

Por lo anterior, consideramos que el requisito indispensable de autorización previa solo debe aplicarse a los casos de ofertas públicas primarias, secundarias y mixtas de valores, pero no a las ofertas públicas de compra. Esto en virtud de que, tanto las sociedades como las acciones emitidas por éstas, que son objeto de la oferta pública de compra, ya han sido objeto de una revisión exhaustiva por la autoridad en el momento en que se acordó su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Resulta ilógico que la Comisión Nacional de Valores investigue anticipadamente los términos en que se realizará una oferta pública de compra; este requisito viene a entorpecer estas transacciones en vista de que el procedimiento de autorización resulta prolongado. Las ofertas públicas de compra, por su propia naturaleza, deben ser decididas tomando en cuenta las circunstancias de mercado, que son sumamente variables, por lo cual éstas deben decidirse en lapsos cortos. Esto resulta imposible en nuestro país en vista de que la autorización respectiva puede tardar como mínimo un mes.

Por otra parte, "Toda propaganda o información dirigida al público sobre valores estará sujeta a la previa auto-

rización de la Comisión Nacional de Valores "(52) Esta disposición viene a entorpecer de igual forma la realización de las ofertas públicas de compra. Aún cuando la intención de la norma es loable pues pretende proteger al público de anuncios o publicidad que se presten a confusión o sean fraudulentos, debe exceptuarse de este requisito a las ofertas públicas de compra. En dichas operaciones resulta muy importante el elemento de sorpresa así como la oportunidad en que se dá la oferta, por lo cual más que requerirse autorización previa deberían regularse exactamente los datos que debe contener una oferta pública de compra.

3.- Valores que pueden ser objeto de Oferta Pública.

Únicamente podrán ser materia de oferta pública los documentos inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.(53) Esta norma es congruente con la situación que vive el mercado de valores de nuestro país, donde no ha surgido un mercado secundario o "over the counter market" significativo. Tiende el precepto aludido a lograr un mayor control del mercado. Por lo anterior, únicamente podrán adquirirse mediante oferta pública de compra los documentos inscritos en el Registro

-
52. Artículo 5o. de la Ley del Mercado de Valores. deben éstos estar inscritos en el propio registro a fin de efectuar la operación.
53. Artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores.
54. Artículo 11 Bis fracción III, inciso c) de la Ley del Mercado de Valores.

mencionado. Por otra parte, si la oferta pública de compra implica una permuta de acciones, en caso de que los títulos que se den a cambio se consideren como "valores" para los efectos de la Ley, deben éstos estar inscritos en el propio registro a fin de efectuar la operación.

4.- Información Privilegiada

Por otra parte, y en cuanto a la información privilegiada, la Ley⁽⁵⁴⁾ señala que los adquirentes del control del 10% o más del capital de una sociedad emisora, deberán notificar ese hecho a la Comisión Nacional de Valores a los diez días hábiles contados a partir de la fecha en que se produzca dicho evento. Como hemos visto en el Capítulo anterior, esta obligación es violada en múltiples ocasiones en virtud de que, a fin de evitar las responsabilidades establecidas, la persona que desea comprar más del 10% de una emisora, lo hace por conducto de varias sociedades o personas, no siéndoles aplicables por tanto, dichas obligaciones. Lo anterior en virtud de que, en nuestro país, no se ha legislado sobre los casos en que la tenencia accionaria de un grupo debe considerarse como de una sola persona para los efectos de las disposiciones aplicables a la información privilegiada.

54.- Artículo 16 bis fracción III, inciso c) de la Ley del Mercado de Valores.

El precepto antes señalado viene a declarar obligatorio el principio de igualdad en el trato que deben tener todos los accionistas de una misma sociedad. Generalmente, cuando se transfiere el 10% o más del capital de una emisora, estas operaciones implican adquisiciones por encima del precio de mercado. El precepto que nos ocupa exige que en las compras y ventas del 10% o más del capital de una emisora, este hecho se notifique a la autoridad. Por tanto, no existe norma alguna que prevea que todos los accionistas tendrán el derecho de vender sus acciones al precio en que fue adquirido el control.

De lo anteriormente expuesto, en cuanto a las ofertas públicas de compra, podemos concluir que en México:

- 1) Su naturaleza jurídica es la de ofertas de celebración de contratos de compraventa o permuta, según sea el caso.
- 2) El oferente quedará ligado a su propuesta durante el plazo fijado.
- 3) Se requiere autorización previa de la Comisión Nacional de Valores a fin de llevar a cabo una oferta pública de compra.
- 4) Únicamente podrán ser objeto de una oferta pública de compra los instrumentos inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

- 5) Toda publicidad en relación con la oferta pública de compra deberá ser aprobada previamente por la autoridad citada.
- 6) Si un accionista en lo individual adquiere el 10% o más de las acciones representativas del capital social de una emisora, deberá notificar ese hecho a la Comisión Nacional de Valores, quedando sujeto expresamente a las normas referentes a la información privilegiada.

G. Recapitulación

Como hemos visto anteriormente, la oferta pública de compra constituye en la actualidad el método más efectivo y agresivo para adquirir el control de las sociedades públicas.

Este método se presta a innumerables abusos por los adquirentes del control, en algunos casos, y por los administradores de las sociedades, en otros. Los países más avanzados en lo que a legislación en materia bursátil se refieren, como son Inglaterra y los Estados Unidos, han adoptado diversas reglamentaciones tendientes a consagrar ciertos principios fundamentales en cuanto a las adquisiciones de control conducidas mediante ofertas públicas de compra: el derecho de igualdad entre todos los accionistas y el derecho de apertura total de la información a los propios accionistas. Mediante la adopción de normas tendientes a conferir estos dos derechos fundamentales de que deben gozar los accionistas, se logra un perfecto marco de

protección hacia éstos.

Como hemos visto, los países que se encuentran a la vanguardia en estos temas han regulado ampliamente las ofertas públicas de compra.

Por lo anterior, consideramos prudente que en nuestro país se legisle sobre este tema, y se incluya un nuevo capítulo a la Ley del Mercado de Valores que consagre, en cuanto a las ofertas públicas de compra, los principios de igualdad de oportunidades para todos los accionistas y de completa divulgación de información.

Solo de esta manera se lograrán los fines que desde hace una década se plantearon en la Ley del Mercado de Valores: procurar el desarrollo equilibrado del mercado de valores y una sana competencia en el mismo.

CAPITULO V.

ADQUISICION DEL CONTROL A TRAVES DE LA OBTENCION DE CARTAS PODER.

("PROXY FIGHTS")

Uno de los métodos utilizados para obtener el control de una sociedad sin adquirir la posesión o propiedad del bloque de acciones controlador lo constituye la obtención de cartas poder a fin de representar acciones en las asambleas de accionistas. Toda legislación referente a las sociedades mercantiles contempla el principio teórico de la democracia corporativa. Los accionistas tienen derecho a participar en la toma de las decisiones más importantes que puedan afectar a la sociedad misma y, por ende, a éstos como propietarios de una porción de la propia sociedad. En virtud de la disociación existente actualmente entre la propiedad y el control de las sociedades, las asambleas anuales de accionistas resultan ser instrumentos imprácticos de la democracia corporativa. Por las razones que se han analizado en el Capítulo Primero del presente trabajo, los miles de accionistas de las enormes operaciones nunca asisten a las asambleas. Como también se ha visto, las administraciones de las sociedades públicas se perpetuaban en el control en virtud de que contaban con sistemas perfectamente organizados para solicitar cartas poder a fin de representar a los accionistas en las asambleas en que se elegía al consejo de administración. A través de éstas, la administración obtenía la representación de la mayoría de las acciones en las asambleas de accionistas y, por tanto, lograba imponer sus decisiones.

Como se verá en el presente Capítulo, un medio adecuado para lograr la democracia de los grandes conglomerados será una eficiente reglamentación de la obtención de las cartas poder para representar acciones en las asambleas.

En la actualidad, los "proxy fights" o "proxy contests" que significan concursos o luchas para la obtención de cartas poder, son utilizados a fin de lograr el control de las sociedades, sin adquirir la mayoría de las acciones o bien, para ejercer presión sobre la administración de éstas con el objeto de cambiar alguna decisión adoptada por su consejo de administración.(1)

A. Evolución

La historia de los concursos de obtención de cartas poder encaminados a obtener el control de la administración de las sociedades es mucho más antigua que la de las adquisiciones hostiles, por los medios a que se refieren los Capítulos anteriores. Antes de que surgieran las ofertas públicas de compra, el método más utilizado para obtener el control de una sociedad era la obtención de cartas poder. Este método ha sido usado exclusivamente en los Estados

1.- En relación con los "proxy fights" debe consultarse a Hornstein George D. "Corporation Law and Practice". West Publishing Co. St. Paul, Minnesota, U.S.A. Vol. 1. 1979; Ralph J. Baker "Cases and Materials on Corporations". The Foundation Press, Inc. Brooklyn, U.S.A. 1979; Henn Harry G. "Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises". West Publishing Co. St. Paul Minnesota, U.S.A. 1971; Loss Louis "The SEC Proxy Rules in the Court". Harvard Law Review. Cambridge. Mass. 1966 y Rather David L. "Securities Regulation" West Publishing Co. St. Paul, Minnesota. 1978.

Unidos, donde nació y ha sido regulado, como veremos a continuación.

En un principio, el derecho de voto se consideraba como personalísimo y solo lo podía ejercitar el propietario de las acciones. La legislación norteamericana contempló el derecho de voto como un derecho que le correspondía al accionista y no a las acciones; por tanto, tal derecho era indelegable. Poco a poco la jurisprudencia norteamericana fue cambiando ese concepto, existiendo diversas sentencias en las que se determina que el derecho de voto deriva de las acciones, es decir de la participación en el capital social de una empresa, en ese sentido, tal derecho corresponde al titular de las acciones, quien puede delegar su ejercicio. En la actualidad todas las legislaciones contemplan esta última teoría.(2)

En los años sesentas, al surgir el método de las ofertas públicas de compra, las cuales representaban menos riesgos y costos realmente insignificantes, los "proxy fights" cayeron en desuso. Por otra parte, los concursos para la obtención de cartas poder solían ser sumamente costosos para la persona que los llevaría a cabo. Si la persona que se enfrenta a la administración pierde el concurso de obtención cartas poder, tendrá que pagar gastos sumamente eleva-

2.- En relación con este tema puede consultarse a Rodríguez y Rodríguez, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil" Op. Cit. pg. 107.

dos. Por lo contrario, el que realiza una oferta pública de compra para obtener el dominio de una sociedad, y no logra ésto, no sufrirá prácticamente ninguna pérdida de importancia. Por último, la posibilidad de ganar un concurso de obtención de cartas poder es remota en vista de los mecanismos con que cuentan las sociedades para esos efectos. Por lo anterior, los "tender offers" han sido utilizados en mayor medida como métodos de adquisición del control de las sociedades públicas.(3)

No obstante lo anterior, en vista de la estricta regulación de que están siendo objeto las ofertas públicas de compra así como de los agresivos medios de defensa con los que las administraciones están repeliendo las tomas de control, el método de los concursos de obtención de cartas poder ha vuelto a utilizarse. Actualmente, se han dado casos en los que la persona que busca obtener el control adquiere un paquete significativo de acciones de la empresa correspondiente y, a través del mecanismo de obtención de cartas poder, solicita el apoyo de los demás accionistas para aceptar los términos de un "tender offer" que este mismo promueve.

El método de obtención del control materia de estudio, puede ser usado en sociedades públicas en las cuales el accio-

3.- "Proxy Fights: Shareholders Proposals". New York University Law Review. Vol. 45.- Nov. 1970. pg. 1099. se refiere a la evolución de los "proxy fights".

nariado está disgregado y, por tanto, nadie tiene un control efectivo. El dominio de este tipo de corporaciones lo logra un grupo minoritario de accionistas unidos a la administración de la empresa o bien, la administración misma.

El complejo sistema o mecanismo a través del cual se obtienen cartas poder consiste en que, en los días anteriores a las asambleas de accionistas de las empresas públicas, éstas envían a cada uno de los accionistas un formato de carta poder mediante la cual se delega en ciertas personas (que constituyen un comité de votación nombrado generalmente por la administración) el derecho a votar discrecionalmente sus acciones en la asamblea. La carta poder va acompañada de otra comunicación en que se solicita al accionista que firme tal documento y lo devuelva a la sociedad. A fin de facilitar el mecanismo a los accionistas y con la intención de obtener el mayor número de cartas poder posibles, se remite a éstos un sobre con la estampilla postal correspondiente para que regresen, sin ningún costo, la propia carta debidamente firmada. Todos los gastos que esto involucra son pagados por la empresa. Por tanto, las administraciones podían perpetuarse se en el control de las sociedades públicas ya que, antes de la reglamentación a que haremos mención, únicamente éstas tenían acceso al mecanismo ya establecido para la obtención de la representa-

ción. Desde los años treinta, los autores norteamericanos Berle y Means⁽⁴⁾ opinaban que, bajo estas condiciones, los consejeros o los directivos de las empresas pueden mantener el control de la sociedad, en virtud de que pueden utilizar en su favor el mecanismo para la obtención de cartas poder, aún cuando éstos solamente tengan paquetes accionarios insignificantes. La evidencia más obvia de que una empresa a caído en un control del "management" resulta ser cuando la mayoría de los miembros de su consejo de administración son directivos de la propia sociedad. Esto viene a romper la función teórica del consejo de administración, la cual consiste en representar a los accionistas frente a los directivos y vigilar y conducir las políticas generales de la sociedad. Cuando no existe diferencia entre la administración y la dirección diaria de los asuntos societarios, el esquema de las sociedades mercantiles no funciona ya que la duplicidad de dichos cargos provoca una falta de la supervisión de la empresa así como en la protección de los derechos de los accionistas. Por lo anterior, algunos autores han coincidido en señalar que los administradores externos, es decir aquellos que no son directivos, deben constituir siempre la mayoría del consejo de administración de las sociedades públicas ya que, de esta manera, podrán contribuir en la supervisión de las operaciones de la sociedad. La visión de los consejeros externos será siempre mucho más amplia que la de los internos.

4.- Berle and Means "The Modern Corporation and Private Property". Op. Cit. pg. 48.

Al discutirse los preceptos de la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934, se decidió incorporar la regulación respecto a las solicitudes de cartas poder, en vista de los enormes abusos que se habían cometido así como por los cientos de casos que fueron disernidos jurisdiccionalmente. En las discusiones respecto de la Sección de la Ley de 1934 referentes a los "proxies", el Senado de los Estados Unidos opinó que "las reglas y regulaciones que emita la Comisión protegerán a los inversionistas de las solicitudes promiscuas de sus propios "proxies". tanto por grupos externos irresponsables que pretendan adquirir el control de la emisora, quitando éstos a directivos honestos y conscientes; o por el otro lado, de los administradores y directivos que, sin el menor escrúpulo, retienen el control de la administración mediante la conciliación o distorsión de la situación real de las emisoras".(5)

Por su parte Orrick, quien actuó como encargado de la Comisión de Valores norteamericana en el año de 1956, sostuvo que "el control de las sociedades por los "internos" ha sido perpetuada mediante las solicitudes de cartas poder

5.- Henn Harry G. "Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises". Op. Cit. pg. 438.

por los administradores, quienes simplemente piden a los accionistas que firmen los "proxies" y los regresen por correo, sin informar a los propios accionistas los fines conforme a los cuales utilizarán dichas cartas poder."(7) Por tanto, Orrick pidió que se legislaran normas mas detalladas y estrictas en relación con los casos en que hubiera oposición en contra de la administración.

Es importante destacar que, en caso de que las sociedades no requieran los "proxies" para representar acciones en las asambleas, no se logrará el quorum de instalación y, por tanto, éstas no podrán celebrarse válidamente. En este sentido, cada año las administraciones de los grandes conglomerados deben poner en marcha el mecanismo de obtención de las delegaciones del derecho de voto a fin de poder celebrar las asambleas que exige la ley. Como se verá más adelante, a fin de obtener las cartas poder, las sociedades deberán de enviar a los accionistas junto con las cartas poder, información financiera y corporativa. Lo anterior resulta de utilidad ya que, de esta manera, los socios de las grandes empresas públicas estarán debidamente informados de la situación en que se encuentran éstas.

7.- Loss Louis. "The SEC Proxy Rules in the Court". Op. Cit. pg. 43.

B. Definición y Naturales Jurídica.

El vocablo ingles "proxy" tiene diversos significados, los cuales se prestan a cierta confusión: a) la facultad que se delega por un accionista a otro; b) el instrumento jurídico en el cual consta la propia delegación de facultad; c) el comisionista mismo, al cual se le llama "proxy holder" y d) el ejercicio de la facultad conferida por el comitente.

Una definición más precisa la dá la legislación norteamericana, la cual indica que un "proxy" es el poder que otorga un accionista a un tercero a fin de que éste ejercite el derecho de voto que corresponde a sus acciones. Las personas a quienes se otorga el poder se convierten en comisionistas o mandatarios del accionista para votar las acciones respectivas.

En nuestro país, como lo veremos más adelante, un "proxy" es simplemente una carta poder mediante la cual el propietario de ciertas acciones delega en una o varias personas la facultad de voto que deriva de las mismas. La carta poder o "proxy" es el instrumento legal en el cual se otorga un mandato que, a su vez, puede definirse como el contrato en virtud del cual el mandatario se obliga a ejecutar por cuenta del mandante, los actos jurídicos que éste le encarga.(8)

8.- Artículo 2546 del Código Civil para el Distrito Federal.

De lo anterior, puede concluirse que las cartas poder o "proxies" son los instrumentos jurídicos en que consta un contrato de mandato mediante el cual el mandatario se obliga a votar las acciones de que es propietario el accionista (mandante), por cuenta de este último, en la asamblea o asambleas para las cuales se otorgue.

C. Legislación Norteamericana

Como se ha visto anteriormente, la legislación de los Estados Unidos permite que los accionistas voten sus acciones en las asambleas ya sean personalmente o por conducto de un apoderado al cual se le faculte mediante un "proxy". Asimismo, las normas aplicables prevén que el apoderado no tiene que estar vinculado a la sociedad y debe tener la capacidad legal suficiente para actuar como mandatario.

A continuación analizaremos las disposiciones legales que se han emitido en los Estados Unidos en relación con los "proxy fights".

a) Formalidad

Existe el requisito esencial de que las cartas poder se otorguen por escrito debidamente firmado por el accionista o su apoderado, quien deberá contar con facultades suficiente al efecto. Cuando exista una copropiedad respecto de ciertos títulos, todos los copropietarios deberán firmar

el "proxy"; por otro lado, cuando las acciones sean propiedad de un fideicomiso, deberá firmar el delegado fiduciario y, cuando el tenedor sea una sociedad, el funcionario con facultades suficientes podrá suscribirlo.

Los tribunales norteamericanos han determinado que la venta de cartas poder es ilegal y que, en tal supuesto, pueden derivarse además de acciones de tipo civil, otras con características penales.

b) Vigencia

Las leyes de los estados de la Unión Americana establecen distintos períodos de duración para las cartas poder. Los períodos en que el "proxy" se mantendrá en vigor generalmente resultan aplicables en caso de que en el instrumento mismo no se determine expresamente su vigencia. Por otro lado, diversas legislaciones estatales señalan que los estatutos de las empresas deberán de precisar el lapso máximo en que se podrán mantener vigentes los "proxies". Por ejemplo, en el estado de Alabama, la vigencia máxima es de once meses y, por otro lado, Delaware fija un período de tres años. Generalmente, los estatutos sociales de las corporaciones norteamericanas preven que, a menos que se determine expresamente el período de vigencia de un proxy, este no podrá exceder de once meses contados a partir de la fecha en que el mismo se otorgue.

c) Revocabilidad

Por su naturaleza, una carta poder es siempre revocable, como cualquier otro mandato, a menos que las acciones de las cuales se derive el derecho de voto formen parte de un convenio de votación ("pooling agreement") o bien hayan sido dadas en prenda, en cuyo caso el poder se mantendrá vigente en los términos del contrato respectivo. El otorgamiento de una nueva carta poder o la simple notificación a la empresa emisora de los valores, anulan la carta-poder original. Asimismo, cuando el accionista asiste personalmente y vota sus acciones en la asamblea, el poder queda revocado.

Los "proxies" irrevocables únicamente pueden otorgarse en cualquiera de los siguientes casos: a) cuando las acciones han sido dadas en prenda, en cuyo caso el acreedor prendario votará éstas; b) en el supuesto en que se otorgue una opción de compra de las acciones o una compra venta a plazo de las mismas, el adquirente tendrá el derecho de voto, y c) cuando un acreedor ha otorgado créditos a la sociedad a cambio de un "proxy", siempre y cuando en la carta poder se establezca el monto del crédito y el nombre del acreedor.

La irrevocabilidad terminará: a) en el caso de la prenda, cuando esta se libere; b) en el caso de la opción de compra, cuando se perfeccione la operación y el mandatario llegue a ser propietario de las acciones, y c) en el supuesto del acreedor, cuando se han pagado los créditos.

d) Facultades Conferidas

Un poder amplio faculta al mandatario a votar las acciones respecto de todas las materias que se traten en la asamblea a la que acuda, aún cuando los asuntos no estén expresamente contenidos en el orden del día. Puede limitarse el poder o bien, instruirse al apoderado a fin de que vote en tal o cual sentido. Las cartas poder que se soliciten por la administración a los accionistas de la empresa, deberán indicar precisamente el sentido en que éstos desean ejercitar su voto en relación con cada uno de los puntos del orden del día, como se verá a continuación.

e) Reglas en cuanto a las Sociedades Públicas

La Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934⁽⁹⁾ establece que "es ilegal que las sociedades inscritas bajo la Sección 12 (o sea sociedades públicas) soliciten cartas poder de sus accionistas en contravención de las reglas y regulaciones que prescriba la Comisión de Valores como necesarias o apropiadas para proteger el interés público y el de los inversionistas."

De este artículo de la Ley deriva la legislación secundaria que regula los diversos aspectos de la obtención de cartas poder. En principio, toda solicitud de cartas poder para

9.- Artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores y Bolsa 1934.

representar acciones en las asambleas de accionistas de las empresas públicas tiene que ceñirse estrictamente a las disposiciones aplicables, las cuales tienden a lograr la democracia corporativa.

Como podemos apreciar de lo anterior, se han otorgado facultades amplísimas a la autoridad administrativa a fin de que ésta establezca reglas en cuanto a la obtención de cartas poder, en beneficio del interés público y de la protección de los inversionistas. Por tanto, si alguna empresa pública solicita cartas poder en violación a las disposiciones señaladas, la solicitud será ilegal y los involucrados podrán ser sujetos de responsabilidades.

La legislación relacionada con las solicitudes de cartas poder únicamente se aplica a las sociedades registradas bajo la Sección 12 de la propia Ley de 1934, las cuales incluyen a (i) aquellas empresas cuyas acciones se cotizan en una bolsa de valores nacional, (ii) las sociedades en las que las acciones en que se divide el capital social son propiedad de más de 500 personas, y (iii) las emisoras que tengan activos totales por una cantidad superior a \$1'000,000.00 de dólares.

f) Definición de Solicitudes

El concepto de solicitudes de cartas poder ha sido definido en la legislación norteamericana como "cualquier solicitud de una carta poder, o solicitud para otorgar o no otorgar o

revocar un poder." La jurisprudencia del país vecino ha ampliado el concepto en la sentencia del caso SEC vs. OKIN, el cual señala que las facultades de la Comisión de Valores y la reglamentación correspondiente resultan aplicables también a cualquier otra comunicación escrita que forme parte de un plan continuo tendiente a solicitar cartas poder, mediante el cual se pretenda lograr ese propósito.

Como puede apreciarse, la definición respecto de los supuestos que la legislación considera como "solicitudes de cartas poder", es sumamente amplia y cubre prácticamente todos los supuestos que podrían presentarse.

g) Información que debe proporcionarse en las Solicitudes para la obtención de cartas poder(9).

Las solicitudes de cartas poder tienen que ir acompañadas forzosamente de una declaración o presentación. Ciertos datos básicos relacionados con el objeto del poder deberán especificarse en el texto de la declaración.

Asimismo, deberá incluirse información financiera sobre la emisora, así como sobre los principales datos de las personas que se pretende que la asamblea elija para el cargo de consejeros. Dicha información deberá contemplar la experiencia con que cuentan las personas propuestas en el área de los negocios; los emolumentos que les serán pagados; la relación que mantendrán con la empresa, y las opciones de compra de acciones y otras prestaciones adicionales que se

les concederán a dichas personas. Toda la información que deberá ser proporcionada a los accionistas en las solicitudes de cartas poder, está comprendida en el formato 14A. Dicho formato exige que en las solicitudes se detallen todos los datos referentes a temas relevantes sobre la sociedad, como son: modificaciones a los estatutos de la sociedad, enajenación de activos, fusiones, consolidaciones y planes especiales de compensaciones a directivos.

Esta sección de la reglamentación es sumamente importante en virtud de que impone a las sociedades la obligación de divulgar información, en caso de que éstas deseen obtener la representación en las asambleas. Es de fundamental importancia que los accionistas reciban datos relacionados con la situación financiera y corporativa en que se encuentra la sociedad en que invirtieron parte de su patrimonio. Asimismo, resulta conveniente que se les indique a los accionistas los nombres y antecedentes de las personas que se proponen para ocupar cargos en el consejo de administración, a fin de que éstos, con esas bases, decidan en las cartas poder si votan en favor o en contra de tales designaciones.

Así se logra una mayor participación del accionista en los asuntos societarios, involucrándolos con información financiera y corporativa cuyo análisis les permita determinar el sentido de su voto en las asambleas.

h) Requisitos que deberán reunir las cartas poder (10)

Las cartas poder deberán indicar si se firmaron al ruego de la administración, así como la fecha de suscripción, la cual es fundamental para determinar su vigencia. Asimismo, deberán identificar plenamente los actos que el mandante desea que el mandatario realice. Las propias cartas deberán redactarse y estructurarse de tal manera que el firmante indique claramente si desea que su voto se ejercite afirmativa o negativamente respecto de cada una de las propuestas que se presenten a la asamblea. Para estos efectos, las cartas poder son redactadas en forma de boleta de votación en donde el accionista deberá señalar si su voto es afirmativo o negativo respecto de cada uno de los puntos del orden del día. No podrán otorgarse cartas poder amplísimas sin la indicación de cada uno de los asuntos a tratarse en la asamblea. La determinación en cuanto a la manera en que deberá ejercitarse el derecho de voto deberá constar en forma específica.

i) Presentación de Información. (11)

Las declaraciones que se acompañarán a las solicitudes de cartas poder así como cualquier otro documento que se rela-

10.- Reglas 14a-3 y 14c-3 de la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934.

11.- Regla 14a-6 de la Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934.

cione con éstas deberá presentarse en la Comisión de Valores por lo menos diez días antes de su distribución a los accionistas.

Dicha documentación será examinada por la autoridad, quien determinará si ésta cumple con los parámetros de divulgación establecidos. Si la Comisión determina que el material a ser proporcionado a los accionistas es objetable en vista de que no reúne los requisitos legales establecidos, podrá iniciar procedimientos jurisdiccionales en las cortes federales de distrito, mediante las cuales solicitará: (i) la anulación de las solicitudes para la obtención de cartas poder; (ii) la orden para que se realice otra solicitud que reúna los requisitos legales o, (iii) la anulación del voto de esas cartas poder en la asamblea. Cuando la autoridad concluye que la información que ésta siendo proporcionada a los accionistas en las solicitudes no es exacta o bien puede prestarse a confusión respecto a la verdadera situación de la empresa o sobre la pretensión del solicitante del poder, iniciará estos juicios de nulidad. Por tanto, la sanción de los actos violatorios a la reglamentación aplicable a los "proxies" no corresponde a la Comisión de Valores sino a los tribunales competentes. Ahora bien, la presentación de una demanda de este tipo por parte de la autoridad administrativa tiene una importante influencia sobre la decisión de los accionistas a quienes se solicitaron cartas poder.

Cuando se requieran cartas poder en relación con una asamblea anual en la cual se elija al consejo de administración, la declaración que deberán acompañarse incluya el informe anual y los estados financieros por el ejercicio que corresponda, así como un estudio comparativo de los resultados de la sociedad que incluya los datos de los últimos dos ejercicios. (12) En los reportes anuales deberá de incluirse detalladamente la información financiera y estadística que también se proporciona anualmente a la Comisión de Valores.

Con la información que se presenta a los accionistas, principalmente en cuento a la comparación de los estados financieros de los últimos dos ejercicios, éstos podrán tener elementos suficientes de juicio para determinar si el desempeño de la administración y dirección de la empresa fueron satisfactorios. En caso de que, del estudio que realicen los accionistas de la información que se les envía, éstos determina que la labor de la administración no fue satisfactoria, podrán ejercitar su voto en contra de la reelección de la propia administración.

Al involucrar e interesar a los accionistas en la operación de las sociedades públicas, se fomentará la confianza en

los medios bursátiles en virtud de que los propios accionistas se sentirán copartícipes de la situación que están viviendo las sociedades en que invirtieron parte de su patrimonio.

j) Propuestas de los accionistas (13)

Uno de los principios fundamentales que consagra la legislación norteamericana en relación con la obtención de cartas poder, lo constituye el derecho que se concede a cualquier accionista de la sociedad para incluir sus propuestas en las cartas poder que se enviarán a todo el accionariado. Este derecho que se concede a cualquier socio es importante ya que se les otorga la oportunidad de comunicar sus sugerencias respecto de la administración o políticas de la sociedad al resto de los accionistas.

Por tanto, en las cartas poder que se remitan a los accionistas deberán incluirse las propuestas del socio que notifique éstas a tiempo a la empresa.

Por otra parte, si la administración de la sociedad se opone a la propuesta del accionista o grupo de accionistas, deberá indicarse ese hecho en la documentación a ser enviada, señalando los motivos en los que funda su oposición. En este caso, se concederá a los proponentes respectivos la oportunidad de defender su sugerencia en una declaración

que no podrá exceder de 200 palabras. Esto resulta justo en virtud de que cada parte tiene la posibilidad de defender sus argumentos y propuestas, dando las bases que estimen suficientes para que los accionistas voten sobre dichos asuntos en las cartas poder.

En mi opinión, el derecho de acceso a la maquinaria de obtención de cartas poder que se ha otorgado a todos los accionistas, resulta en beneficio de la empresa en general y, por ende, del resto del accionariado. Resulta significativo que no solo la administración de la empresa sino cualquier accionista tiene las puertas abiertas para comunicarse con sus socios, ampliamente dispersos, a fin de proponer cambios que, en su opinión, beneficiarían a todos.

Por otra parte, existe una norma que determina cuales son las propuestas que los administradores pueden negarse a incluir en el material que será distribuido a los accionista, las cuales comprenden: (14).

- 1.- Lo relativo a reclamaciones exclusivamente personales del accionista en contra de la sociedad.
- 2.- Aquello que no se refiera a la actividad a que se dedica la sociedad o ésta fuera del control de la propia empresa.

- 3.- Si la propuesta es substancialmente similar a otra presentada dentro de los cinco años anteriores, la cual recibió el voto favorable de menos del porcentaje necesario para que la misma fuera aprobada.
- 4.- Si resulta evidente que la propuesta ha sido sometida con la intención de promover cuestiones de tipo económico, político, social, religioso o similares.

Cuando surgen diferencias entre los accionistas y la administración de la empresa en el sentido de lo que debe o no incluirse en una propuesta, éstas se someten a la consideración de la Comisión de Valores quien, en primera instancia, determinará si tal propuesta debe incluirse en el material mediante el cual se soliciten las cartas poder.

De acuerdo a los autores Emerson y Latchman,⁽¹⁵⁾ las reglas relacionadas con las solicitudes de cartas poder pretenden tres objetivos fundamentales: primero, establecen la obligación de divulgar en forma total todos los documentos referentes a las propuestas que somete la administración a la consideración de los accionistas; segundo, determina que es ilegal la solicitud de cartas poder mediante la utilización de mecanismos fraudulentos y, tercero, se da a todos los accionistas la oportunidad de solicitar "proxies" del resto

15.- Citados por Loss Louis. "The SEC Proxy Rules in the Court". Op. Cit. pg. 49

de sus socios, obligando a la administración a incluir las propuestas de éstos en las solicitudes de cartas poder correspondientes.

Resulta interesante esta alternativa para los accionistas en virtud de que pueden defenderse de las administraciones de las sociedades en que invierten parte de su patrimonio. De esta manera, todos los accionistas tendrán la posibilidad de estar enterados de la situación en que se encuentran las sociedades respectivas. A través de la información que se les proporciona, los accionistas juzgarán el desempeño de las administraciones y podrán hacer las sugerencias y propuestas de cambio que estimen pertinentes. De esta manera se fomenta la democracia corporativa.

k) Documentación que se estime falsa o que puede prestarse a confusión.

La legislación norteamericana ha establecido que está prohibido solicitar "proxies" si en la documentación correspondiente se contienen datos falsos o que puedan prestarse a error respecto de cualquier hecho u omisión relevante para la sociedad, o en los cuales se omite el hecho u omisión relevante.

De aquí se han derivado distintas opiniones sobre lo que puede considerarse como datos que pueden prestarse a error. La reglamentación aplicable en los Estados Unidos ha establecido que puede prestarse a error cualquier información

que se presente a los accionistas respecto a (i) predicciones sobre el precio futuro de las acciones, sobre las ventas estimadas o sobre los dividendos y (ii) los datos que se relacionen, directa o indirectamente, con la conducta, reputación, integridad y honorabilidad de los administradores o directivos, sin tener pruebas fundadas.(16)

En cuanto a esta regla, también ha surgido la duda sobre lo que se tiene por "hecho u omisión relevante", en virtud de que el término "relevante" resulta ser ambiguo y subjetivo. En este respecto, se promovieron muchos juicios en cuanto a la definición de "hechos u omisiones relevantes". La regla general en cuanto a la relevancia fue establecida por el ministro Harlan en el famoso caso que se denomina como *Mild*. Ese ministro señaló que un hecho u omisión era relevante cuando éste "hubiera podido ser considerado como importante por un accionista razonable."

Por tanto, es de concluirse que se considera como hecho u omisión relevante aquel que un accionista pudiere haber considerado de importancia a fin de determinar el sentido de su voto. Como puede apreciarse, el concepto resulta sumamente amplio. En tal virtud, los accionistas quedan protegidos ya que se les proporcionará toda la información veraz que les permita decidir la manera en que deberán votarse sus acciones.

La Suprema Corte de Justicia de los Estados Unidos estableció, en la sentencia dictada en el caso J.I. Case Co. vs. Borak, que el accionista que haya otorgado una carta poder en base a documentación falsa que se acompaña a la solicitud respectiva, tiene derecho a demandar a la administración de la sociedad por los daños y perjuicios que se le hubieran causado. (17)

Por otro lado, y a fin de ejemplificar un caso que puede surgir en cuanto a lo dispuesto en la regla antes mencionada, resumiremos el juicio Sec. vs. May. (18)

El caso se refiere a un procedimiento promovido por la Comisión de Valores en contra de un grupo de accionistas que habían formado un comité de votación independiente.

Dicho Comité pretendió incorporar cierta información en la documentación que sería enviada por la administración a los accionistas de la empresa Libby, Mc. Neilly y Libby.

El problema surgió cuando el comité independiente, tras la negativa de la autoridad de incluir su información en las solicitudes de cartas poder, envió a cada accionista un documento denominado "Tiempos de Cambio". Dicho documento contenía (1) información que implicaba el mal uso de ciertos fondos de la sociedad así como algunas fallas en que

17.- Baker Ralph J. "Cases and Materials on Corporations". Op. Cit. pg. 220.

18.- El caso citado es expuesto a detalle por Ratner David L. "Securities Regulation". Op. Cit. pg. 93.

había incurrido la administración; (ii) la aseveración de que uno de los miembros del comité de votación constituido por la sociedad representaba a dos de los accionistas mas importantes, (quienes de hecho habían protestado por la inclusión de sus nombres en la carta ya que no coincidían con las ideas del propio comité) y (iii) información insuficiente que podía prestarse a confusión respecto de la integración del comité de votación propuesto por la administración de la sociedad, la identidad de la persona que encabezaba dicho comité y los accionistas que lo apoyaban.

Tanto la Comisión de Valores como la Suprema Corte encontraron que lo antes expuesto resultaba ilegal. Por tanto, ese alto tribunal prohibió la circulación de la carta aludida y anuló las cartas poder que los demandados hubieren recibido en contestación a su solicitud. También se resolvió que se pospusiera la fecha de celebración de la asamblea con el fin de que se volvieran a solicitar las cartas poder. Todos lo anterior en base de la Regla 1449 que prohíbe que se discamine entre los accionistas información falsa o que pueda prestarse a confusiones.

1) Elección de Consejeros

La Comisión de Valores emitió una nueva disposición en el año de 1956, referente a los concursos de cartas poder para la elección de miembros del consejo de administración.

Dichas reglas exigen la divulgación por los participantes en estas "guerras", de información referente a:

(i) el responsable de las propuestas de planillas para la elección de consejeros;

(ii) la identidad y antecedentes de cada persona que se propone para ser electa como consejero, y

(iii) datos sobre cualquier persona, comité o grupo que solicite cartas poder, o toma la iniciativa de organizar, dirigir o financiar una campaña para esos efectos.

Es importante que los accionistas cuenten con todos los antecedentes y datos sobre las personas que se proponen para ocupar el cargo de miembros del consejo de administración a fin de que éstos puedan elegir. En manos de las personas que ocupen el consejo de administración estarán las decisiones mas importantes en cuanto a la sociedad en que los accionistas invirtieron parte de su patrimonio, por lo cual la elección debe de ser decidida cuidadosamente. De esta manera, se dá la participación de los accionistas en la elección de administradores, lográndose así una verdadera democracia corporativa.

m. Acciones depositadas en casas de bolsa o bancos.

Los emisores deberán proporcionar a las casas de bolsa o bancos que mantengan acciones en depósito, suficientes co-

pías de los documentos correspondientes a las solicitudes de cartas poder a fin de que tales depositarios envíen la documentación a sus depositantes, quienes decidirán la manera en que deberá ejercitarse su voto. Los gastos en que incurran las casas de bolsa o bancos deberán ser pagados por la emisora. Por tanto, en los Estados Unidos las instituciones depositarias de valores no ejercitan directamente los derechos corporativos que correspondan a sus clientes.

Sería importante que en nuestro país existiera una norma en este sentido a fin de que los accionistas que mantuvieran depositadas sus acciones en casas de bolsa o bancos, determinarán el sentido en que se votarán sus acciones. Actualmente, en la mayoría de los casos, las casas de bolsa representan las acciones que mantienen depositadas, en las asambleas de accionistas, sin tomar en cuenta a los propietarios, en virtud del deficiente sistema que impera.

n) Recapitulación

Como se ha visto, en los Estados Unidos se ha establecido una legislación adecuada a fin de proteger a los accionistas de los abusos que venían cometiendo los administradores, quienes se perpetuaban en sus puestos mediante las delegaciones del derecho de voto, lo cual lograban a través de mecanismos perfectamente establecidos para la obten-

ción de cartas poder. Asimismo, la sección 14 de la Ley de 1934 y la reglamentación secundaria que de ésta se deriva, contienen mecanismos que tienden a lograr dos objetivos fundamentales: la democracia corporativa y la completa información para los accionistas en relación con la sociedad en la que participan.

Por un lado, se obliga a las emisoras a proporcionar a los accionistas cierta información general respecto de sus actividades y situación financiera. Con dicha información, la cual incluye estudios comparativos de resultados entre los dos últimos ejercicios, el accionista podrá juzgar el desarrollo que ha tenido la emisora así como la capacidad y desempeño de los administradores. Del juicio de los accionistas sobre la actuación de la administración dependerá seguramente el sentido de sus votos en las asambleas. Por otro lado, se dá a todos los accionistas la posibilidad de hacer proposiciones al resto de sus socios. Como hemos visto, este es uno de los estandartes de la democracia corporativa actual, ya que de esta manera el tenedor de una sola acción puede enfrentarse a la administración o puede recomendar cambios correctivos que le parezcan importantes para el buen desarrollo de la sociedad.

Asimismo, se prohíbe a las emisoras el proporcionar información falsa o que se preste a confusiones en cuanto a la situación de la empresa. Esas normas tratan de impedir la

mala fe de los que detentan el control. El accionista tiene que estar veraz y debidamente informado a fin de estar en posibilidades de determinar el sentido de su voto en las asambleas.

Por lo anterior, consideramos que los mecanismos legales establecidos han dado buenos resultados encaminados, como ya decíamos, a lograr una mayor democracia en los grandes conglomerados, así como un marco que permita el acceso de los accionistas a la información corporativa y financiera que les de elementos de juicio con los cuales decidan su voto.

D.- Legislación Mexicana.

a) Representación en las Asambleas.

La Ley General de Sociedades Mercantiles señala que "los accionistas podrán hacerse representar en las asambleas por mandatarios, ya sea que pertenezcan o no a la sociedad. La representación deberá conferirse en la forma que precriban los estatutos y, a falta de estipulación, por escrito."⁽¹⁹⁾

La mayoría de los estatutos sociales señalan que la representación deberá otorgarse mediante simple carta poder otorgada ante dos testigos. Esto facilita en gran medida que los accionistas puedan hacerse representar, sin mayor formalidad, en las asambleas de accionistas.

19.- Artículo 192 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Ahora bien, de acuerdo al precepto señalado, el contrato mediante el cual surge la representación es un mandato. Como ya lo indicamos al principio del presente Capítulo, el mandato es un contrato por el que el mandatario se obliga a ejecutar por cuenta del mandante, o sea el tenedor de las acciones, le encarga el mandatario que, en su nombre y representación, acuda a la asamblea de accionistas de la sociedad emisora de las acciones, y ejercite el derecho de voto que a éstas corresponde.

La ley señala que pueden ser objeto del mandato todos los actos lícitos para los que la ley no exige la intervención personal del interesado.⁽²⁰⁾ Como ya se ha señalado, el derecho de voto corresponde al accionista, quien por disposición de ley puede designar a un representante para que, por su cuenta, ejercite ese derecho. Al efecto, la legislación⁽²¹⁾ indica que las acciones conferirán iguales derechos y, por su parte, otra norma señala⁽²²⁾ que cada acción tendrá derecho a un voto.

La ley también dispone que el mandato escrito puede otorgarse en carta poder sin ratificación de firmas. A este tipo de mandato nos referimos antes, y es el que re-

20.- Artículo 2548 del Código Civil para el Distrito Federal.

21.- Artículo 112 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

22.- Artículo 113 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

sulta aplicable a la representación, en la mayoría de los casos en relación con las sociedades anónimas mexicanas.(23)

b) Actuación del Mandatario

Ahora bien, el mandatario, en el desempeño de su encargo, se sujetará a las instrucciones recibidas del mandante y en ningún caso podrá proceder contra las disposiciones expresas del mismo.(24) Por lo anterior, el mandatario deberá acudir a las asambleas de accionistas para las cuales se haya otorgado el poder, y votar las acciones del mandante exactamente en la forma en que éste le haya instruido. En caso de que el mandante no le haya dado instrucciones expresas al mandatario, éste le deberá consultar la manera en que deberá actuar y, si no tiene posibilidad de hacer esto o está autorizado a actuar discrecionalmente, el propio mandatario hará lo que la prudencia le dicte, cuidando del negocio como propio.(25)

En caso de que el mandatario actúe en violación o con exceso del encargo recibido, podrá quedar obligado a indemnizar al mandante de los daños y perjuicios

23.- Artículo 2551 fracción III de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

24.- Artículo 2562 del Código Civil para el Distrito Federal.

25.- Artículo 2563 del Código Civil para el Distrito Federal.

causados.(26) En caso de que el mandatario acuda a una asamblea y vote las acciones en contravención de las instrucciones recibidas, su voto será válido ante la sociedad pero, el mandante podrá demandarle el pago de los daños y perjuicios causados. Asimismo, si el mandatario actúa con exceso del encargo recibido o cuando éste estuviere facultado para actuar a su arbitrio y procediera con negligencia, también podrá exigirsele la reparación de los daños causados. El mandante deberá ejercitar el mandato personalmente, a menos que se permita lo contrario.(27)

Otra obligación que se impone al mandatario es la de notificar al mandante sobre la manera en que ejecuto el encargo objeto del mandato.(28) Por tanto, el apoderado deberá de avisar al accionista la manera en que voto las acciones en la asamblea correspondiente y le informará todo lo que se relacione con el cumplimiento del encargo recibido.

c) Naturaleza jurídica de las acciones, su depósito y el registro de accionistas.

La acción de las sociedades anónimas es un título-valor, es decir un "documento necesario para ejercitar el derecho literal que en el se consigna".(29) Por ende, resultan aplicables a las acciones las disposiciones relativas a los

-
- 26.- Artículo 2565 del Código Civil para el Distrito Federal.
 - 27.- Artículo 2574 del Código Civil para el Distrito Federal.
 - 28.- Artículo 2566 del Código Civil para el Distrito Federal.
 - 29.- Artículo 5o. de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

títulos de crédito nominativos, en lo que no se opongan a la regulación referente a las sociedades mercantiles.

El autor Rodríguez y Rodríguez⁽³⁰⁾ define al derecho de voto como "el que tiene cada accionista para expresar su voluntad en el seno de la asamblea, de manera que, conjugada con las voluntades de los demás socios, surja la llamada voluntad colectiva." Asimismo, el propio autor señala que "Aun cuando la Ley afirma que cada acción tiene un voto, y aunque esta expresión se usa corrientemente en la práctica y en la doctrina, lo cierto es que el derecho de voto no corresponde a la acción, sino al accionista. Es éste el que en su calidad de socio tiene derecho a votar; pero los derechos y obligaciones que corresponden a cada accionista se incorporan a la acción, por lo que metafóricamente se afirma que es esta la que tiene el voto."

Para que un accionista pueda ejercer el derecho de voto será preciso que exhiba las acciones, como corresponde a los títulos-valor, ya que "el documento es necesario para ejercitar el derecho literal que en ellos se consigna."

Ahora bien, no es necesario, por disposición de Ley, exhibir en las asambleas de accionistas los títulos de las acciones que se encuentren depositados en el Instituto para el Depósito de Valores, ya que esto resultaría muy imprác-

30.- Rodríguez y Rodríguez Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Op. Cit. pg. 107.

tico en vista de la enorme cantidad de títulos que tendrían que retirarse en cada una de dichas asambleas. Por tanto, el propio Instituto expedirá constancias no negociables sobre las acciones que se encuentran depositadas, las cuales servirán para determinar la titularidad de los valores relativos y para acreditar el derecho de asistencia a la asamblea.(31)

Asimismo, algunos estatutos sociales permiten también el ejercicio de los derechos consignados en las acciones mediante la presentación de una constancia de depósito emitida por alguna institución de crédito nacional o extranjera. En este sentido, no será necesario presentar todos los títulos a fin de ejercitar los derechos que en ellos se consignan sino simplemente la constancia que acredite su depósito y titularidad.

En virtud de que todas las acciones de las sociedades anónimas son nominativas, en caso de cualquier transmisión de éstas, es necesario llevar a cabo su inscripción en el registro que al efecto lleve la emisora, en el cual se expresarán los datos generales del accionista, las características conforme a las cuales se identifique a las acciones así como sobre la transmisión.(32) Esto en virtud de que la sociedad considerará como dueño de las acciones a quien

31.- Artículo 78 de la Ley del Mercado de Valores.

32.- Artículo 128 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

aparezca inscrito como tal en el registro.⁽³³⁾ El registro, según Frisch⁽³⁴⁾ "es necesario para que la transmisión surta sus efectos frente a la sociedad y terceros, y funciona, por ende, como proyección de efectos internos, causados en la esfera interna entre transmitente y adquirente por el acto de la transmisión misma, frente a la sociedad anónima y terceros." Por tanto, la sociedad solo reconocerá a la persona que esté inscrita en el registro de acciones y podrá negarse a que una persona diferente pretenda tener y ejercer la titularidad de las acciones.

A fin de que un accionista ejercite personalmente el derecho de voto u otorgue una carta poder al respecto, deberá de estar inscrito en el registro mencionado.

d) Posibilidad de vender el derecho de voto

Como hemos visto, las acciones son títulos-valor y, por ende, son necesarios los títulos mismos para ejercitar el derecho literal que en ellos se consigna. Por tanto, los derechos y obligaciones resultantes de la calidad de accionista están ligados absolutamente a la posesión de la acción y transmisibles exclusivamente por la entrega de la acción.

En este sentido, no pueden disgregarse los derechos inhe-

33.- Artículo 129 de la Ley General de Sociedades Mercantiles.

34. Frisch Philipp Walter. "La Sociedad Anónima Mexicana". Op. Cit.

rentes a la acción y la acción misma, ya que es necesario el título para ejercitar tales derechos. No puede venderse el derecho de voto de las acciones sin que también se enajene la acción misma. De nada servirá la compra venta del derecho de voto aislado de la acción ya que para el ejercicio de éste tendría que tenerse la propiedad material del título y, tratándose de títulos nominativos, estar inscrito en el registro que la sociedad lleva al efecto.

No obstante lo anterior, cualquier accionista puede solicitar que se le otorgue la representación de ciertas acciones para acudir a una asamblea y ejercitar en ésta el derecho de voto que les corresponde. Esto no se encuentra prohibido en ningún ordenamiento aplicable. Por tanto, cualquier persona podrá solicitar que los accionistas de una emisora le otorguen cartas poder a fin de representarlos en una o más asambleas.

e) Formas en que puede adquirirse temporalmente el derecho de voto

Como hemos visto, no es legalmente procedente vender el derecho de voto inherente a las acciones. Por ende, dicho derecho tiene que adquirirse junto con las acciones en vista de que, sin éstas, no podrá ejercitarse.

Ahora bien, existen diversas maneras en que se puede obtener la titularidad del derecho temporalmente, es decir que a través de ciertos mecanismos legales una persona podría

votar acciones en una asamblea. A continuación analizaremos las siguientes opciones: el reporto, el préstamo y el depósito.

1.- Reporto

El reporto es un contrato en virtud del cual "el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio, mas un premio". El reporto se perfecciona con la entrega de los títulos y por su endoso cuando éstos sean nominativos.(35)

Por lo anterior, podría pactarse un reporto por un plazo de un día, mediante el cual el reportado transfiere la propiedad de las acciones al reportador, quien le paga al primero el precio de éstas. Durante la vigencia del reporto, el reportado acude a la asamblea de accionistas de la emisora de las acciones objeto del contrato y ejercita el derecho de voto inherente a las mismas. Posteriormente, un día después de la asamblea, el reportador transfiere la propiedad de los títulos al reportado, quien a su vez reembolsa el precio y un premio. El premio pue-

35.- Artículo 259 de la Ley General de Sociedades de Títulos y Operaciones de Crédito.

de quedar en beneficio del reportado si así se pacta en el contrato respectivo.

Lo anterior puede realizarlo el reportado en virtud de que, durante el tiempo de vigencia del reporto, adquiere la propiedad de las acciones y, por ende, también los derechos inherentes a éstas. A esto se refiere expresamente la ley al determinar que "salvo pacto en contrario, los derechos accionarios correspondientes a los títulos dados en reporto serán ejercitados por el reportador por cuenta del reportado".(36)

En virtud de lo anterior, podemos concluir que por medio del contrato de reporto se logra que una persona vote las acciones de otra en una asamblea, sin tener que adquirir la propiedad definitiva de éstas.

A través de este método, podría lograrse la representación de grandes bloques accionarios en una asamblea, ofreciendo un premio al reportado que reporte las acciones por el lapso necesario. En virtud de que en las empresas públicas prácticamente ninguno de los accionistas asiste a las asambleas, seguramente no les importaría reportar sus acciones por un día, recibiendo al efecto una prima, en vez

36.- Artículo 262 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

de que dichas acciones sean representadas por la casa de bolsa en que estén depositadas.

2.- Préstamo

El préstamo es un contrato en virtud del cual "el prestador se obliga a transferir la propiedad de cosas fungibles al prestatario, quien se obliga a devolver otros tantos de la misma especie y calidad."(37)

Expresamente el Código de Comercio determina que en el préstamo de títulos o valores pagará el deudor devolviendo otros tantos de la misma clase o idénticas condiciones. Puede asimismo, pactarse una prestación en favor del prestador.(38)

En virtud de que el préstamo de bienes fungibles es traslativo de dominio, el prestatario tiene la facultad de ejercitar el derecho de voto inherente a las acciones que son materia del contrato.

En vista de lo anterior, podría celebrarse un préstamo por un día, transmitiéndose la propiedad al prestatario, quién estaría facultado para ejercitar los derechos inherentes a las acciones por ese día.

37.- Artículo 2384 del Código Civil para el Distrito Federal.

38.- Artículo 359 del Código de Comercio.

Terminado el plazo en que se otorgó el préstamo, el prestatario regresaría las acciones y pagaría el prestador una suma como contraprestación.

3.- Depósito

El depósito es un contrato "por el cual el depositario se obliga hacia el depositante a recibir una cosa, mueble o inmueble, que aquel le confía, y a guardarla para restituirla cuando la pida el depositante".(39)

De igual manera que en los supuestos anteriores, el depositario tiene la obligación de "practicar cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan de acuerdo a las leyes".(40) En tal virtud, el depositario podrá ejercitar el derecho de voto de las acciones que mantiene depositadas.

f.- Acciones depositadas en Casas de Bolsa.

En el Capítulo Primero del presente trabajo señalamos que, las casas de bolsa votan las acciones que mantienen en depósito, en las asambleas de las emisoras, en caso de que el depositante no les solicita acudir a éstas.

39.- Artículo 2516 del Código Civil para el Distrito Federal.

40.- Artículo 335 del Código de Comercio.

En efecto, la cláusula décima séptima del contrato que celebra la clientela con las casas de bolsa establece que "en los casos en que el cliente requiera asistir a alguna asamblea a la que haya convocado la sociedad emisora de los valores materia de este contrato, solicitará al agente una constancia de depósito, a fin de acreditar su calidad de socio. Dicha solicitud será presentada al agente ocho días hábiles antes de la fecha en la que será celebrada la asamblea, a fin de que el agente puede gestionar ante el Instituto para el Depósito de Valores las constancias relativas. En caso de que el agente no reciba solicitud del cliente para los efectos indicados, podrá concurrir a la asamblea en representación del cliente por conducto de las personas físicas que al efecto designe, entendiéndose para ello que este instrumento contiene un mandato amplio y bastante para ese efecto, en la inteligencia de que el agente votará las acciones del cliente invariablemente con la prudencia y cuidado que pondría como si el negocio fuere propio."

Lo que sucede en la práctica es que los accionistas minoritarios nunca solicitan constancias para asistir a las asambleas, delegando tácitamente su representación en los funcionarios de la casa de bolsa depositaria.

Mas aún, el contrato aludido establece que "el agente informará al cliente, cuando éste así lo solicite por escri-

to, sobre los acuerdos tomados en las asambleas de accionistas a las que hubiere concurrido en el ejercicio del mandato conferido en los términos de este contrato."

Como tampoco el cliente solicita esa información, éste queda aislado y prácticamente nunca se entera de la manera en que se votaron sus acciones en las asambleas, ni sobre los acuerdos que en éstas se adoptaron.

En mi opinión debería aplicarse estrictamente lo dispuesto en el Código Civil en cuanto al mandato, al señalar que el mandatario deberá dar noticia al mandante, sin demora, respecto a la manera en que se ejecutó el encargo. De esta manera, la casa de bolsa se vería forzada a comunicar al cliente la manera en que voto sus acciones así como sobre lo acordado en la asamblea respectiva.

En la práctica en nuestro país, en las asambleas de accionistas de la mayoría de las emisoras, las acciones se encuentran representadas por el grupo mayoritario y por casas de bolsa depositarias. De esta manera, desaparece por completo el principio de democracia corporativa ya que los accionistas no asisten a las asambleas, ni ejercitan su voto, por lo cual no se enteran de lo sucedido.

E.- Recapitulación

Como podemos apreciar, la legislación bursátil mexicana ha

tratado el tema de la representación accionaria en las asambleas de las sociedades públicas en forma sumamente aislada.

Los contratos de depósito de valores sancionados por la Comisión Nacional de Valores facilitan la representación de las acciones en las asambleas de las sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en virtud de que las casas de bolsa pueden representar a sus depositantes. Por otro lado, este tipo de disposiciones no fomenta la participación de los pequeños accionistas en las empresas en que han invertido parcialmente su patrimonio.

Por tanto, sugerimos que se modifiquen los contratos aludidos a fin de evitar que las casas de bolsa representen las acciones que mantienen en depósito, en las asambleas de accionistas. De esta manera, las sociedades públicas se verían forzadas a solicitar cartas poder a los accionistas involucrándolos así en los asuntos que se tratarán en las asambleas respectivas.

Asimismo, sería conveniente que las emisoras de valores enviaran información corporativa y financiera a los accionistas para que éstos estén enterados de su situación.

Consideramos que, como mínimo, debería enviarse anualmente a cada uno de los accionistas de la Sociedad los documentos a que alude el artículo 172 de la Ley General de Sociedades

Mercantiles. De esta manera, los accionistas tendrían una visión global del desempeño de la empresa misma así como de sus administradores. Para facilitar al accionista el juicio sobre la marcha de la sociedad en el período correspondiente debería de enviarsele asimismo, como en los Estados Unidos, un estudio comparativo entre los resultados del ejercicio correspondiente con aquellos obtenidos en el ejercicio anterior.

Por otra parte, sería ideal prever el mecanismo estadounidense que permite a cualquier accionista hacer propuestas respecto de la Sociedad, las cuales podrán ser estudiadas por el resto del accionariado, el cual emitirá su voto en el sentido que juzgue pertinente.

Estimo que las sugerencias anteriores tendrán un costo elevado para las empresas públicas el cual, a mi entender, pueden absorber sin dificultad.

Con medidas como las que se apuntan se fortalecería la democracia corporativa y se alentaría la confianza en el mercado bursátil del país al involucrarse a gran cantidad de inversionistas en las finanzas y administración de las empresas públicas.

CONCLUSIONES

Recientemente han surgido en México diversos intentos de adquisición del control de sociedades emisoras cotizadas en la Bolsa de Valores. En algunas de estas incursiones, los accionistas minoritarios han sufrido pérdidas considerables en relación con su inversión, en virtud de que no les ha sido proporcionada la información necesaria para que evalúen su posición y tomen la decisión que más convenga a sus intereses.

Diversos países como son los Estados Unidos de América e Inglaterra, han perfeccionado sistemas tendientes al logro del principio de democracia que debe imperar en las grandes corporaciones.

La legislación de nuestro país ha mostrado importantes avances en relación con la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades públicas. Sin embargo, deben establecerse mecanismos más dinámicos que permitan a estos accionistas una mayor participación en la toma de decisiones. Asimismo, debe reforzarse la legislación en lo que se refiere a la obligación de divulgar información que se impone a las emisoras, sus administradores, funcionarios y tenedores de porcentajes significativos del capital social.

En relación con las cesiones de dominio, se reconoce que el paquete de acciones que representan el control de una sociedad pública tiene un valor adicional en virtud de que, con la tenencia

de éste, se podrá dirigir la empresa y, por ende, proteger la inversión realizada. Por tanto, es legalmente posible vender el paquete de acciones que represente el control de una sociedad, con el pago de una prima.

Ahora bien, las cesiones del control de las sociedades pueden tener efectos positivos o negativos para los accionistas. En este sentido, y conforme al análisis realizado en el Capítulo III del presente trabajo, es necesario reformar la legislación para que se proporcione a los accionistas la información necesaria para que puedan tomar la decisión que más les convenga en relación con su participación en la empresa.

Asimismo, y con el objeto de garantizar a los accionistas minoritarios un precio justo en caso de que decidan vender sus acciones, debe reformarse la normatividad aplicable para que las adquisiciones del control de las sociedades se realicen mediante el mecanismo de una oferta pública de compra o bien, de no utilizarse este método, se conceda a los propios accionistas minoritarios el derecho de vender sus títulos.

En virtud de que nuestro país no cuenta con mecanismos jurídicos efectivos que permitan a los accionistas minoritarios estar informados en relación con los movimientos accionarios de importancia, ni cuentan con datos suficientes para analizar la situación de las empresas al ocurrir una transferencia del control, se ha creado un ambiente de incertidumbre y desconfianza que ha frenado el acceso de los pequeños y medianos inversionistas al mercado de valores.

Por tanto, y como fue expuesto en el Capítulo III anterior, debe reformarse la legislación aplicable a fin de que, el accionista o accionistas que adquieran por cualquier título el 10% o más de las acciones en que se divide el capital social de una emisora, se vean obligados a divulgar al público inversionista, a través de alguno de los medios de comunicación masiva, la información necesaria para que los demás socios estén en posibilidad de analizar la posición que deben adoptar.

Como mínimo, debe hacerse pública la información referente a la identidad del adquirente, el número de acciones de que es tenedor, el origen de los fondos que ha utilizado en las adquisiciones, así como diversos datos sobre el motivo o fin que persigue.

De esta manera, al difundirse la información en relación con la adquisición de porcentajes significativos del capital de las empresas públicas, se permitirá a los accionistas de éstas tomar decisiones respecto de su inversión, terminando así con la incertidumbre en relación con la propia empresa.

Como se ha analizado, la obligación de divulgar información que establece la legislación no se cumple en múltiples ocasiones al no existir una "regla de grupo".

En este sentido y con el objeto de determinar la propiedad del 10% de las acciones representativas del capital social de una empresa, debe implantarse la "regla de grupo" a fin de que la obligación de divulgar información surta plenamente sus efectos.

La "regla de grupo" debe establecer que, cuando dos o mas personas, a través de actos de cualquier naturaleza y por cualquier medio, actúen conjuntamente o estén vinculados para la adquisición, tenencia, ejercicio de los derechos inherentes o disposición de ciertos valores, el grupo conformado deberá considerarse como una sola persona para los efectos de la obligación de divulgar información.

De lo expuesto en el Capítulo IV del trabajo, las ofertas públicas de compra son mecanismos a través de los cuales puede lograrse una mayor igualdad entre los accionistas de una sociedad, en los supuestos de cesión del control.

Por tanto, se propone que el legislador adecúe la normatividad a fin de reglamentar este tipo de ofertas así como los mecanismos que habrán de aplicarse en estos supuestos.

Asimismo, debe reformarse la Ley del Mercado de Valores para que las ofertas públicas de compra de valores no requieran de la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. De esta manera, el mecanismo sería mas flexible y podría utilizarse en cualquier momento, lo cual daría dinamismo al mercado.

En base a lo señalado en el Capítulo V del trabajo, y con el objeto de lograr una mayor participación de los pequeños y medianos inversionistas en relación con las emisoras en que participan, debe adicionarse la legislación aplicable a fin de preveer que

las propias empresas envíen a sus accionistas información corporativa y financiera, la cual incluirá, como mínimo, los informes y documentos a que alude el artículo 172 de la Ley General de Sociedades Mercantiles. De esta manera, los inversionistas podrán evaluar el desempeño de la empresa en la cual invirtieron parte de su patrimonio.

Por otra parte, debe modificarse el clausulado del Contrato de Comisión Mercantil y Depósito de Valores que celebran las casas de bolsa con su clientela para evitar que éstas acudan, en representación de sus clientes, a las asambleas de accionistas de las emisoras. De lo anterior se derivaría el que las sociedades públicas buscaran un mayor contacto con sus accionistas, a fin de que éstos otorguen cartas poder para representarlos en las asambleas.

Con lo antes señalado se lograría una mayor participación de los pequeños y medianos inversionistas en cuanto a la toma de decisiones de las emisoras correspondientes. En este sentido, sería conveniente prever que cualquier accionista, dentro de ciertos límites, pueda hacer propuestas al resto de sus socios, a través de la información que se envíe anualmente.

Las propuestas mencionadas estarían encaminadas a lograr que los principios de democracia corporativa y divulgación total de información a los accionistas imperen en el mercado de valores mexicano.

B I B L I O G R A F I A

A.- DOCTRINA

- 1.- Acosta Romero Miguel. "Derecho Bancario". Editorial Porrúa, S.A. Mexico, D.F. 1986.
- 2.- Andre Thomas J. "Restrictions on the Transfer of Shares: A Search for a Public Policy." Tulane Law Review. Vol. 53. April, 1978.
- 3.- Andrews. "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares". Harvard Law Review, 1965.
- 4.- Aranow Edward Ross y Einhorn Herbert A. "Tender Offer for Corporate Control." Columbia University Press. San Francisco, California, E.U.A., 1973.
- 5.- Baker J. Ralph "Cases and Materials on Corporations." The Foundation Press, Inc. Brooklyn, E.U.A., 1979.
- 6.- Barrera Graf Jorge. "Inversiones Extranjeras." Ed. Porrúa, S.A. México D.F., 1975.
- 7.- Barrera Graf Jorge. "Diccionario Jurídico Mexicano." Editorial Porrúa, S.A. México, D.F. 1983.
- 8.- Berle y Means. "The Modern Corporation and Private Property." The MacMillan Company. Nueva York, E.U.A., 1934.
- 9.- Bialkin Kenneth J. y otros. "A Panel Discussion on Conflicts of Interest and the Regulation on Securities". The Business Lawyer, Jan. 1973.
- 10.- Borja Soriano Manuel. "Teoria General de las Obligaciones". Ed. Porrúa, S.A. México, D.F. 1984.
- 11.- Blumberg Phillip I. "The Public's Right to know: Disclosure in the Major American Corporation." The Business Lawyer, July 1973.
- 12.- Carrillo Gamboa Francisco. "Oferta de Compra de Acciones en el Mercado de Valores."
- 13.- Cervantes Ahumada Raúl. "Títulos y Operaciones de Crédito". Editorial Herrero, S.A. México, D.F. 1979.

- 14.- Champaud. "Le Pouvoir de Concentration de la Societe par Actions". Sirey. Paris, Francia, 1962.
- 15.- Connolly Leonard J. "Perlmann vs. Feldman and the Sale of Control -A brief Reconsideration." The Business Lawyer. April, 1971.
- 16.- Elliston Thomas L. "Securities Regulation - The Wheat Report Proposals". Missouri Law Review, Vol. 35, 1970.
- 17.- Evans Charles. "An SEC Non-Action in a Proxy Dispute". Texas Law Review. Vol. 49, 1971.
- 18.- Feis William. "Is Shareholder Democracy Attainable." The Business Lawyer. Vol 31, Jan. 1976.
- 19.- Fordham Law Review Notes. "The Tender Offer Regulation Injunction Standards under the Williams Act." Fordham Law Review. Vol. 45, 1976.
- 20.- Frisch Philipp Walter "La Sociedad Anónima Mexicana." Editorial Porrúa, S.A. México, 1979.
- 21.- Geil Fuss Carl y Zeppos Nicholas. "Going Private-Juggling Shareholders Protection with Corporate Flexibility: Will the States drop the balls". Wisconsin Law Review. Vol. 7, 1976.
- 22.- Gómez Palacio y Gutierrez Zamora Ignacio. "Análisis de la Ley para Promover las Inversiones Extranjeras." México, D.F. 1974.
- 23.- Hart David. "Regulation of Tender Offers in Wisconsin". Wisconsin Law Review. Vol. 7, 1976.
- 24.- Henn Henry G. "Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises." West Publishing Co. St. Paul Minnesota, U.S.A. 1971.
- 25.- Holland Ann. "Public Sale of Control Stock and Private Investment Stock: The SEC proposed new Rules." The Business Lawyer. April, 1970.
- 26.- Hornstein George D. "Corporation Law and Practice." West Publishing Co. St. Paul Minnesota, U.S.A. 1971.

- 27.- Israels Carlos L. "Limitations on the Corporate Purchase of its own Shares." Southwestern Law Journal. Vol. 22. 1968.
- 28.- Kramer Allan. "Responsability of and Liability of Directors for Corporate Management". The Business Lawyer, Vol. 31. Abril, 1976.
- 29.- Kripke Homer. "A Search for a Meaningful Securities Disclosure Policy." The Business Lawyer. Vol. 31. No. 1975.
- 30.- Lacy Robinson. "Adverse Publicity and SEC Enforcement Procedure." Fordham Law Review. Vol. 46, 1977
- 31.- Letts Spenser. "Sale of Control Stock and the Rights of Minority Shareholders. The Business Lawyer. Jan. 1971.
- 32.- Lincer Richard S. "Beneficial Ownership under Section 16(b) of the Securities and Exchange Act of 1934." Columbia Law Review. Vol. 77 1977.
- 33.- Beneficial Ownership under Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934.
- 34.- Lipton Martin. "Some Recent Innovations to Avoid the Margin Regulations." New York University Law Review Vol. 46 March 1971.
- 35.- Lipton Martin. "Sale of Corporate Control; Going Private". The Business Lawyer, Vol. 31. April 1976.
- 36.- Lipton and Steinberger. "Take-Overs and Freezouts". Law Journal Seminars Press. New York, E.U.A., 1986.
- 37.- Loss Louis. "The Sec Proxy Rules in the Court". Harvard Law Review. Vol. 73 May 1966.
- 38.- Lozano Noriega Francisco. "Contratos". Asociación Mexicana del Notariado Mexicano, A.C. Mexico, D.F. 1970.

- 39.- Malley Robert J. "Corporate Repurchase of Stock and the SEC Rules". The Business Lawyer. Vol. 29, Nov. 1973.
- 40.- Mantilla Molina Roberto. "Derecho Mercantil". Ed. Porrúa, S.A. México, D.F. 3a. edición, 1956.
- 41.- Mantilla Molina Roberto. "Títulos de Crédito". Ed. Porrúa, S.A. México MCMLXXXIII.
- 42.- Memoria de la Comisión Legal de la IV Conferencia Interamericana de Comisiones de Valores y Organismos Similares. Comisión Nacional de Valores. México, D.F. 1979.
- 43.- New York University Law Review Notes. "Proxy Fights: Shareholders Proposals". New York.
- 44.- Notes of the Michigan Law Review "Securities Regulation - Damages". Vol. 68 Aug. 1970.
- 45.- Notes of the Minnesota Law Review. "Purchaser's duty to disclose under Securities and Exchange Commission Rule X-10B-5." Minnesota Law Review. Vol. 40 1955.
- 46.- Notes Minnesota Law Review. "Securities Law: Implied Causes of Action under Section 14(e) of the Williams Act." Minnesota Law Review. Vol. 66 1982.
- 47.- Notes of the Harvard Law Review. "The Sec and No action decisions under Proxy Rule 14a-8." Harvard Law Review. Vol. 84, 1971.
- 48.- Pohorelsky Viktor V. "The Idaho Statute is an unconstitutional Burden of Interstate Commerce and is preempted by the Williams Act." Tulane Law Review. Vol. 53, 1979
- 49.- Posner, Daniel B. "Developments in Federal Securities Regulation." The Business Lawyer. Vol. 29. Nov., 1973.
- 50.- Ratner David L. "Securities Regulation". West Publishing Co. St. Paul Minnesota, 1978.
- 51.- Reunión efectuada sobre "Take-Over Bids" en que participaron Comisiones de Inglaterra y Estados Unidos, cuyas ponencias fueron publicadas en The Business Lawyer. Nov. 1971.

- 52.- Ribstein Larry E. "The Application of Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934 to Tender Offers." *Southwestern Law Journal*. Vol. 31, 1977.
- 53.- Rodríguez y Rodríguez Joaquín. "Tratado de Sociedades Mercantiles." Ed. Porrúa, S.A. México, D.F. 5a. edición, 1977.
- 54.- Scott Richard L. "Going Private: An Examination of Going Private Transactions using the Business Purpose Standard". *Southwestern Law Journal*. Vol. 32, 1978.
- 55.- Ruder David S. "Current Problems in Corporate Disclosure." *The Business Lawyer*. Vol. 30. July, 1975.
- 56.- Roiter Eric D. "Illegal Corporate Practices and the Disclosure Requirements of the Federal Securities Law." *Fordham Law Review*. Vol. 50, 1982.
- 57.- Sommer A. y Schneider Carl W. "New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings". *The Business Lawyer*. Jan, 1973.
- 58.- Soward Hugh y Mofsky James. "The Security Investor Protection Act of 1970." *The Business Lawyer*. Abril, 1971.
- 59.- Through. "Characteristics of Target Companies". *The Business Lawyer*, 1977.
- 60.- Vanhaccke. "Les Groupes de Societes". Librerie General de Droit et Jurisprudence. Paris, Francia, 1959.
- 61.- Weinberger. "Take-overs and Mergers". Sweet & Maxwell. 3a. edición Londres, Inglaterra, 1971.
- 62.- Werner Walter. "Management, Stock Market and Corporate Reform: Berle and Means Reconsidered." *Columbia Law Review*. Vol. 77, 1977.
- 63.- Wilner Diane y Landy Craig. "The Tender Trap". *Fordham Law Review*. Vol. 45, 1976.
- 64.- Zurita y Saens de Navarrete Jaime. "La Oferta Pública de Adquisición (O.P.A.)" Bolsa de Madrid, Servicio de Estudios. Madrid, España. 1980.

B.- LEGISLACION

- 1.- Código de Comercio.
- 2.- Código Civil para el Distrito Federal.
- 3.- Ley que Establece los Requisitos para la Venta al Público de Acciones de Sociedades Anónimas.
- 4.- Ley General de Sociedades Mercantiles.
- 5.- Ley del Mercado de Valores.
- 6.- Ley del Impuesto Sobre la Renta.
- 7.- Ley Orgánica de la Administración Pública Federal.
- 8.- Ley Federal de Entidades Paraestatales.
- 9.- Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera.
- 10.- Ley Reglamentaria del Artículo 27 Constitucional en Materia Minera.
- 11.- Ley de Sociedades de Inversión.
- 12.- Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.
- 13.- Ley Federal de Instituciones de Fianzas.
- 14.- Reglamento General Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
- 15.- Código de la City de Londres.
- 16.- Ley del Mercado de Valores y Bolsa de 1934.
- 17.- Ley de Williams.

C.- CIRCULARES DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES

- 1.- Circular 10-29 expedida el 5 de diciembre de 1979, en la cual se establecen las reglas y límites para la recepción de financiamientos y para la realización de operaciones de márgen.
- 2.- Circular 10-34 expedida el 23 de abril de 1980, en relación con las operaciones por cuenta propia que realicen las casas de bolsa.

- 3.- Circular 10-46 bis expedida el 23 de octubre de 1981, que establece adiciones al Contrato de Comisión Mercantil y Depósito de Valores entre las Casas de Bolsa y su clientela inversionista.
- 4.- Circular 10-67 expedida el 20 de diciembre de 1983, referente al capital mínimo pagado que deben tener las casas de bolsa.
- 5.- Circular 10-85 publicada en el Diario Oficial de la Federación el 10 de marzo de 1986.
- 6.- Circular 11-10 expedida el 18 de enero de 1984, referente al reconocimiento de los efectos de la inflación en la información financiera.
- 7.- Circular 11-11 expedida el 18 de diciembre de 1984, referente a la información que debe proporcionarse a la Comisión Nacional de Valores.
- 8.- Circular 11-12 expedida el 18 de diciembre de 1984, que establece los Criterios Generales de Información Privilegiada.
- 9.- Circular 12-4 expedida el 7 de octubre de 1981, mediante la cual se establece el Régimen de inversión de la cartera de valores de Sociedades de inversión comunes y valuación de sus acciones.
- 10.- Circular 12-6 expedida el 2 de agosto de 1982, referente a la adquisición y ulterior venta de sus propias acciones por sociedades de inversión.
- 11.- Circular 12-6 bis expedida el 4 de enero de 1984, mediante la cual se establecen Reglas de carácter general aplicables a sociedades de inversión de renta fija.
- 12.- Circular 12-6 bis 1 expedida el 6 de marzo de 1984, que establece modificaciones a las reglas de carácter general aplicables a sociedades de inversión de renta fija.
- 13.- Circular 12-8, en relación con las disposiciones de carácter general relativas a las sociedades de inversión de capital de riesgo.