

00721
985



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

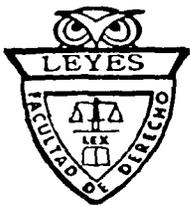
FACULTAD DE DERECHO

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

MECANISMOS PARA PREVENIR LA TOMA DE CONTROL EN
SOCIEDADES ANONIMAS PUBLICAS

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADA EN DERECHO
P R E S E N T A :
ZAMIRA ZAPATA VALDES

ASESOR: DR. ALBERTO FABIAN MONDRAGON PEDRERO



MEXICO, D.F.

2003.

A



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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 esta 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.



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

SR. ING. LEOPOLDO SILVA GUTIERREZ
DIRECTOR GENERAL DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO
P R E S E N T E .

La alumna, ZAMIRA ZAPATA VALDES, realizó bajo la supervisión del SUSCRITO, el trabajo titulado: "MECANISMOS PARA PREVENIR LA TOMA DE CONTROL EN SOCIEDADES ANONIMAS PUBLICAS", que presentará como tesis para obtener el título de Licenciada en Derecho.

El trabajo realizado por dicha alumna reúne los requisitos reglamentarios aplicables, para los efectos de su aprobación formal.

En vista de lo anterior, comunico a usted que el trabajo de referencia puede ser sometido a la consideración del H. Jurado que habrá de calificarlo.

Por sesión del día 3 de febrero de 1998 del Consejo de Directores de Seminario se acordó incluir en el oficio de aprobación de tesis la siguiente leyenda que se hace del conocimiento del sustentante:

"El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que le sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional, misma autorización que no podrá otorgarse nuevamente sino en el caso de que el trabajo recepcional conserve su actualidad y siempre que oportuna iniciación del trámite para la celebración del examen haya sido impedida por circunstancia grave, todo lo cual calificará la Secretaría General de la Facultad".

Atentamente.
"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU".
Ciudad Universitaria, a 20 de agosto del año 2003.



DR. ALBERTO FABIAN MONDRAGON PEDRERO,
DIRECTOR.

FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

c c p Secretaría General de la Facultad de Derecho.
c c p Archivo Seminario
c c p Alumna
AFMP/mrc

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

B

A Zamira mi madre, por su gran ejemplo e invaluable apoyo.

A Joaquín mi padre, por haberme enseñado a luchar por lo que creo y a no darme nunca por vencida.

A mis hermanos, Carinthia y Joaquín, por su gran amor y por darme la fuerza para seguir adelante.

A mi Abuela Silvia, por su gran cariño.

A Alberto Sepúlveda Cosío, por el invaluable ejemplo y apoyo, por el incentivo constante.

A Leticia Bonifaz Alfonso y a Jaime Cicourel Solano, por sus enseñanzas, su confianza y en especial por su amistad.

A todos mis amigos, en especial a Francisco García-Naranjo González, Gabriela Téllez Aguilar, Christian Turégano Roldán, Juan X Díaz Sastre, Ulises Ruiz-Lopart Espinosa, René Paz Muñozcano, Omar Aldana González, Carlos Campillo Labradero, José Antonio Anaya Gallardo, Mariella Pasten, Laura Pizarro Lebrija, Raúl Fernández Briceño, Ximena Andián Ibáñez, Mercedes Aguirre Güemez, Alejandra Sánchez Perea, y María Fernanda Cordero Iturbide.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

A todos los que han sido mis maestros fuera de las aulas, en especial a Rodrigo Orozco Waters, Eugenio Sepúlveda Cosío, Juan Pablo Rico Caso, Gustavo Robles Cuevas, Juan Antonio Martín Díaz-Caneja, Gustavo Maza Domínguez, Ariel Ramos Marín, y Alex Mizrahi Zonana.

A Raúl Fernández Rudolph y a Gabriela Briceño Senosiain por su invaluable ayuda y apoyo.

A Iker Arriola Peñalosa, por su ayuda desinteresada en la revisión y realización de este trabajo.

A todos mis maestros, en especial al Dr. Fernando Serrano Migallón, al Dr. Eduardo Alfonso Guerrero Martínez, al Dr. Jesús de la Fuente Rodríguez, al Dr. Carlos Daza Pérez, al Mtro. César Benedicto Callejas Hernández y al Mtro. Gerardo Rodríguez Barojas.

Al Dr. Alberto Fabián Mondragón Pedrero, por su asesoría en la elaboración de este trabajo.

A la Universidad Nacional Autónoma de México.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

D

*We are not only responsible for what
we do, but also for what we do not do.*

-Moliere-

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

E

MECANISMOS PARA PREVENIR LA TOMA DE CONTROL EN SOCIEDADES ANÓNIMAS PÚBLICAS

SUMARIO DEL ÍNDICE

<u>INTRODUCCIÓN</u>	xi
<u>CAPÍTULO I</u>	
CUESTIONES PRELIMINARES	1
<u>CAPÍTULO II</u>	
CONCEPTO DE CONTROL	38
<u>CAPÍTULO III</u>	
PROTECCIÓN DE MINORÍAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES	72
<u>CAPÍTULO IV</u>	
TOMAS DE CONTROL HOSTIL	93
<u>CAPÍTULO V</u>	
MECANISMOS PARA PREVENIR LAS TOMAS DE CONTROL HOSTIL	139
<u>CONCLUSIONES</u>	169
<u>APÉNDICES</u>	183
<u>BIBLIOGRAFÍA</u>	197

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

MECANISMOS PARA PREVENIR LA TOMA DE CONTROL EN SOCIEDADES ANÓNIMAS PÚBLICAS

ÍNDICE

<u>INTRODUCCIÓN</u>	xi
<u>ABREVIATURAS</u>	xv
<u>CAPÍTULO I – CUESTIONES PRELIMINARES</u>	
1. Desarrollo de la Sociedad Anónima en la Legislación Mexicana	1
1.1. Antecedentes	1
1.1.1. Código de Comercio Francés y Código de Saiz de Andino	3
1.1.2. Ley Francesa de 1867 y Código de Comercio Italiano de 1882	4
1.1.3. Código Civil Italiano de 1942	6
1.2. La Sociedad Anónima en la Legislación Mexicana	6
1.2.1. Código de Comercio de 1854	6
1.2.2. Código de Comercio de 1884	7
1.2.3. Ley de Sociedades Anónimas	8
1.2.4. Código de Comercio de 1889	9
1.3. La Sociedad Anónima en la Ley General de Sociedades Mercantiles Vigente	9
2. Sociedades Anónimas Cerradas y Sociedades Anónimas Abiertas	10
2.1. Sociedades Anónimas Cerradas	10
2.1.1. Requisitos de Constitución de las Sociedades Anónimas Cerradas	11
2.1.2. Órganos de la Sociedad	13
2.2. Sociedades Anónimas Abiertas	15
2.2.1. Características de las Sociedades Anónimas Abiertas	15



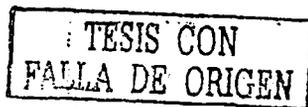
3. Oferta Pública de Valores	18
3.1. Naturaleza Jurídica	19
3.2. Características	20
3.3. Modalidades	20
3.4. Propósito de una OPCA	21
3.5. Valores objeto de una OPCA	23
4. Intermediación Bursátil	24
5. Mercado de Valores	24
6. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.	25
7. Comisión Nacional Bancaria y de Valores	26
8. Inscripción en el Registro Nacional de Valores	27
8.1. Obtención de la Inscripción en el RNV	27
8.2. Mantenimiento de la Inscripción en el RNV	30
8.3. Cancelación de la Inscripción en el RNV	32
9. Inscripción en el S.D. Indevál, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores	33
9.1. Objeto	33
9.2. Procedimiento	34
10. Marco Jurídico	34
10.1. Ley del Mercado de Valores	35
10.2. Disposiciones Reglamentarias de la CNBV	37

CAPÍTULO II – CONCEPTO DE CONTROL

1. Definición de Control	38
2. Tipos de Control	41
2.1. Clasificación de M.A. Weinberg	42

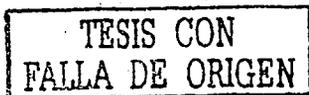
**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

2.2. Clasificación de Adolf Augustus Berle y Gardiner C. Means	44
2.3. Control Negativo o de Veto	49
3. Generalidades de las Sociedades Controladoras	50
3.1. Concepto de Sociedad Controladora	50
3.2. Información que deben divulgar las Sociedades Controladoras	53
3.2.1. Información Financiera, Económica, Contable y Administrativa	53
3.2.2. Información Jurídica	54
3.3. Transferencia de Acciones de las Sociedades Controladoras	56
3.4. Tratamiento Fiscal de las Controladoras	57
4. El Control de la Legislación Mexicana	59
4.1. Ley de Concursos Mercantiles	60
4.2. Legislación Financiera	60
4.2.1. Ley para Regular las Agrupaciones Financieras	60
4.2.2. Ley de Instituciones de Crédito	61
4.2.3. Ley del Mercado de Valores	61
4.2.4. Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros	61
4.2.5. Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito	62
5. Concepto de Control Conforme a los Principios de Contabilidad	63
5.1. Principios Contables Mexicanos	63
5.1.1. Principios de Entidad y Revelación Suficiente en el Boletín A-1	63
5.1.2. Principios de Entidad y Revelación Suficiente en el Boletín B-8	64
5.2. Principios Contables Internacionales	67
5.3. Principios Contables en los E.U.A. (<i>General Accepted Accounting Principles</i>)	68
5.4. Criterios Contables Regulatorios	70



CAPÍTULO III – PROTECCIÓN DE MINORÍAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

1. Derechos de los Accionistas en la Ley General de Sociedades Mercantiles	72
1.1. Derechos en relación con la Asamblea General de Accionistas	72
1.2. Derechos en relación con Cambios Fundamentales en la Sociedad	73
1.3. Derechos en relación con los Aumentos de Capital de la Sociedad	73
1.4. Derechos de los Accionistas Minoritarios	74
1.5. Derecho de los Accionistas Minoritarios a Oponerse a las Resoluciones de las Asambleas Generales	75
1.6. Acciones que pueden Ejercitarse contra los Administradores	75
1.7. Derecho a dar Aviso sobre cualquier Irregularidad	76
1.8. Derecho a Revisar la Información Financiera	76
2. Justificación de las Reformas a la Ley del Mercado de Valores en lo Referente a Protección de Minorías	76
3. Protección de Minorías en la Ley del Mercado de Valores	79
3.1. Entrada en Vigor y Propósito de la LMV	79
3.2. Disposiciones Específicas de la Última Reforma a la Ley del Mercado de Valores	79
3.2.1. Derecho de Minoría de Accionistas para designar Consejeros	79
3.2.2. Derecho de Minoría de Accionistas para designar Comisario	81
3.2.3. Derecho de Minoría de Accionistas para solicitar la Convocatoria a la Asamblea	81
3.2.4. Derecho de Minoría de Accionistas de Exigir Responsabilidad a los Administradores, Comisarios e Integrantes del Comité de Auditoría	82
3.2.5. Derecho de Minoría de Accionistas para Solicitar el Aplazamiento de la Votación	82
3.2.6. Derecho de Minoría de Accionistas de Oponerse Judicialmente a las Resoluciones de Asambleas Generales	83
3.2.7. Reducción en la Emisión de Valores con Derechos Corporativos Restringidos	84
4. Código de Mejores Prácticas Corporativas	85
4.1. Objeto	85



4.2. Consejo de Administración	86
4.3. Función de Evaluación y Compensación	89
4.4. Función de Auditoría	89
4.5. Función de Finanzas y Planeación	91
4.6. Revelación de Información a los Accionistas	91

CAPÍTULO IV – TOMAS DE CONTROL HOSTIL

1. Mecanismos de Toma de Control	93
2. Adquisición de Acciones en el Mercado Abierto	93
2.1. Tesis de la Autonomía Corporativa	95
2.2. Tesis de la Cesión de la Empresa	95
2.3. Tesis de la Cesión Parcial de Activos	96
2.4. Tesis de la Fusión por Absorción	96
2.5. Tesis del Control como Activo Social	97
2.6. Tesis de la Paridad de Trato entre Socios y Cesión del Control	98
2.7. Tesis del Deber de Fidelidad de los Administradores frente a los Accionistas	99
2.8. Tesis de la Posición de los Accionistas Minoritarios tras la Cesión del Control	100
3. Adquisición del Control mediante Compras Sucesivas de Acciones	102
3.1. Legislación Británica	103
3.2. Legislación Francesa	104
3.3. Legislación Mexicana	105
4. Adquisición del Control a través de la Obtención de Cartas Poder	106
4.1. Antecedentes y Desarrollo de la Obtención de Cartas Poder	107
4.2. Naturaleza Jurídica	109
4.3. Legislación Mexicana	110

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

4.3.1. Representación en las Asambleas	110
4.3.2. Actuación del Mandatario	112
4.3.3. Las Acciones, su Depósito y el Registro de Accionistas	113
4.4. Venta del Derecho de Voto	115
4.5. Adquisición Temporal del Derecho de Voto	115
4.6. Acciones depositadas en Casas de Bolsa	117
5. Oferta Pública de Compra de Acciones	118
5.1. La Oferta Pública de Compra Hostil – Oferta Coercitiva	123
5.2. Derecho Comparado	124
5.2.1. Regulación en los E.U.A.	124
5.2.2. Regulación en la Unión Europea	129
6. La Prima de Control	133
6.1. Regla del Trato Igualitario	134
6.2. Maximización del Valor de la Ganancia	135

CAPÍTULO V – MECANISMOS PARA PREVENIR LAS TOMAS DE CONTROL HOSTIL

1. Mecanismos o Instrumentos para Prevenir las Tomas de Control Hostil	139
1.1. Mecanismos de Defensa	141
1.1.1. Propaganda	141
1.1.2. Acciones Judiciales y Recursos Administrativos	141
1.1.3. Adquisiciones Defensivas	142
1.1.4. <i>White Knights</i>	142
1.1.5. Venta de Activos (<i>Lockups</i>)	143
1.1.6. Operaciones con Acciones de la Emisora	143
1.1.7. Oferta Pública de Compra de Acciones del Oferente Hostil	143

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1.2. Mecanismos Preventivos	144
1.2.1. Planes de Derechos para Accionistas (<i>Poison Pills</i>)	144
1.2.2. Supermayorías	144
1.2.3. Consejos de Administración Escalonados (<i>Staggered Boards</i>)	145
1.2.4. Precio Justo (<i>Fair Price</i>)	145
1.2.5. Acciones con Derecho de Veto (<i>Golden Shares y Golden Parachutes</i>)	145
1.3. Otros Mecanismos de Defensa	146
1.4. Posibles Reglas Legales de los Mecanismos Defensivos	147
1.4.1. Pasividad Pura	148
1.4.2. Pasividad Atenuada	148
1.4.3. Reglamentación Diferencial	149
1.4.4. Test de un Propósito Corporativo	149
1.4.5. Regla del Juicio de Negocios	149
2. Planes de Derechos para Accionistas o <i>Poison Pills</i>	150
2.1. Concepto	150
2.2. Modelo Estándar en los E.U.A.	153
2.2.1. Declaración de Dividendos	153
2.2.2. Valor Económico	153
2.2.3. Derecho de Compra Adicional	153
2.2.4. Justificación de los Planes de Derechos para Accionistas	154
3. Antecedentes Jurisprudenciales en los E.U.A.	155
3.1. Caso <i>Unocal Corporation vs. Mesa Petroleum Company</i>	156
3.2. Caso <i>Paramount Communications, Inc. vs. Time, Inc.</i>	157
3.3. Caso <i>Unitrin Inv. vs. American General Corporation</i>	159
3.4. Caso <i>Revlon Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.</i>	159



4. La Posición en el Derecho Europeo	160
5. Medidas Compatibles con la Legislación Mexicana	162
5.1. Medidas Contempladas por la Ley General de Sociedades Mercantiles	162
5.2. Medidas Contempladas por la Ley del Mercado de Valores y las Reglas de OPCAs	162
5.3. Ejemplo de un Plan de Derechos para Accionistas en México	163
5.3.1. Mecánica y Calendario de la Adopción del Plan	164
5.3.2. Características de las Obligaciones	165
6. Justificación de la Necesidad de Implementar Medidas para Prevenir las Tomas de Control Hostil	166
 <u>CONCLUSIONES</u>	 169
 <u>APÉNDICES</u>	
Apéndice "A". Anexo A y Anexo A-1 de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores	183
Apéndice "B". Anexo B de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores	186
Apéndice "C". Aviso de Evento Relevante de GEO, Consejo de Administración	191
Apéndice "D". Aviso de Evento Relevante de GEO, Asamblea de Accionistas	195
 <u>BIBLIOGRAFÍA</u>	 197

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

INTRODUCCIÓN

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

X - A

INTRODUCCIÓN

Las tomas de control de las sociedades anónimas públicas son hoy en día un tema polémico. En los Estados Unidos de América ("E.U.A.") se tiene una larga experiencia en esta área y la mayoría de todos sus aspectos se encuentran regulados. De igual manera sucede en países como España, Francia, e Inglaterra, quienes también cuentan con una amplia experiencia en lo que se refiere a las adquisiciones de control.

En nuestro país, han surgido recientemente, varios intentos de obtención de control de diversas empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores ("BMV"), tal es el caso de Corporación Geo, S.A. de C.V. ("GEO"). Sin embargo, en la actualidad nuestro sistema jurídico no prevé una reglamentación que defina de manera clara las políticas que habrán de seguirse en caso de que surja una de estas transacciones. Sobre todo, debe hacerse hincapié en la necesidad de contar con mecanismos más modernos basándonos en el derecho comparado a fin de proteger a los pequeños y medianos inversionistas.

La adquisición o toma de control de una sociedad pública puede definirse como la incursión hostil que realiza una persona o grupo de personas a quienes en la práctica se les denomina como invasores, para adquirir el control de una empresa, la cual es blanco del ataque mediante la adquisición de algunas o de la mayoría de las acciones con derecho a voto y que se encuentran en circulación.

Existen diversos métodos para lograr la toma de control de una sociedad, los cuales se clasifican de acuerdo con la manera en que el invasor realiza la incursión hacia la empresa objeto del ataque y existen mecanismos utilizados por los accionistas para combatir dichas tomas de control, los cuales se clasifican primordialmente de acuerdo al momento de su implementación. A lo largo del presente trabajo se explicarán los métodos de adquisición del control, así como los mecanismos más utilizados en el derecho comparado para evitar la toma de control en las sociedades anónimas públicas.

El objetivo de la presente Tesis es plantear la necesidad de establecer en nuestra legislación una reglamentación que defina de manera más clara los mecanismos que pueden utilizar los accionistas para prevenir la toma de control en sociedades anónimas públicas. A fin de establecer el sentido de dicha regulación, considero que es importante: (i) tomar en consideración la regulación y experiencia internacional, (ii) evitar que la regulación que se establezca implique una sobre-regulación que perjudique el desarrollo

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

del mercado de valores y el de las emisoras, y (iii) que no se establezcan normas incompatibles con el sistema jurídico mexicano.

Se debe recordar que las tesis más liberales sostienen que debe dejarse librado al mercado y al libre juego de la oferta y demanda, la marcha de las sociedades y las operaciones de compra de acciones. Si una sociedad es ineficiente o es administrada en forma ineficiente, tales ineficiencias pueden dar lugar, como una consecuencia de la reducción de los precios de las acciones en el mercado bursátil, a la toma de control por un grupo hostil.

Para algunos, las ofertas de compra de acciones efectuadas a través del mercado fungen como un mecanismo disciplinario y sancionador de la deficiente conducción de la sociedad. Pero no siempre se trata de mecanismos sancionadores de la actuación de los directivos, sino que existen ofertas de compra de sociedades bien administradas, con acciones con precios en alza, es decir situaciones donde no se puede decir que todas las ofertas públicas de compra ("OPCA u OPCAs") correspondan a una sanción del mercado.

Sin embargo, cualquiera que sea el enfoque que se siga, en general ha prevalecido la tesis que sostiene la necesidad de que el Estado, a través del organismo de la administración que regula al mercado de valores, intervenga reglamentando estas operaciones, a fin de proteger a los accionistas minoritarios y garantizarles a todos información plena e igualdad de trato.

En efecto, la trascendencia económico-política de este tipo de transacciones es evidente, no sólo desde el punto de vista de garantizar la protección de los inversionistas, sino también desde el punto de vista de control de eventuales agrupaciones monopólicas.

La elección del tema de la presente tesis profesional obedece a la necesidad de reflexionar a mayor profundidad sobre los fundamentos económico-jurídicos que deben soportar la elección de un determinado mecanismo, así como sobre los principios que deben nutrir a las normas que rigen las operaciones de toma de control de una sociedad abierta.

El presente trabajo se encuentra dividido en cinco capítulos. Inicialmente, se esbozan los conceptos generales que resultan necesarios para la comprensión del tema que se aborda, se realizará una distinción entre las particularidades de las sociedades anónimas abiertas y cerradas, y se expondrán algunas cuestiones relativas al mercado de valores y las emisoras.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

En el Capítulo II, se realiza un análisis sobre el significado del término control tanto en la legislación mercantil y financiera, la doctrina nacional y extranjera, así como con base en los principios contables mexicanos e internacionales, con la finalidad de determinar lo que implica el término control, entender su clasificación, y entonces poder diferenciar entre un cambio de control de la asamblea de accionistas y un cambio de control de la sociedad.

En el Capítulo III, surge una síntesis de los principales derechos concedidos por la vigente Ley General de Sociedades Mercantiles ("LGSM") a los accionistas y se analizarán las seis disposiciones producto de la reforma del 1º de junio de 2001 en materia de derechos de minoría de accionistas de la Ley del Mercado de Valores ("LMV").

En el Capítulo IV, se expone los mecanismos de toma de control, así como los principales modelos regulatorios existentes en México y en el derecho comparado, básicamente el de los E.U.A. y la Unión Europea.

Finalmente, en el Capítulo V, se tratan las tácticas preventivas o defensivas más utilizadas en el derecho comparado realizadas por el grupo de control a efecto de evitar una toma de control, se analizarán las medidas permitidas por la legislación mexicana, y se examinará si la regulación mexicana vigente es adecuada para brindar la debida protección a los intereses de los inversionistas ante una toma de control.

Hecho lo anterior, con el presente trabajo de investigación se demostrará: (i) que el marco regulatorio existente en nuestro país en lo que se refiere a mecanismos para evitar una toma de control no es el adecuado y presenta serias inconsistencias, y (ii) debe modificarse la legislación de modo que exista una protección adecuada para el público inversionista del mercado de valores mexicano y lograr el eficiente funcionamiento de dicho mercado.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

ABREVIATURAS

Art.	Artículo
Arts.	Artículos
Banxico	Banco de México
Beneficiarios	Fideicomisarios
Berle y Means	Adolf Augustus Berle y Gardiner C. Means
BMV	Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
Boletín	Boletín Oficial de Cotización
CC	Código Civil Federal
CCo	Código de Comercio
Cfr.	Confere; confrontar con, confróntese
CMPC	Código de Mejores Prácticas Corporativas
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CNSF	Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
Código	Código de Mejores Prácticas Corporativas
Comité	Comité de Mejores Prácticas Corporativas
Desliste	Cancelación de la inscripción y cotización de valores
Directiva	Propuesta Modificada de la Decimotercera Directiva del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición
Disposiciones Generales	Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores
DOF	Diario Oficial de la Federación
Ed.	Edición; editor, editores, editado por
Et al.	El alteri o et alii; y otros, y colaboradores
E.U.A.	Estados Unidos de América

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Fair Price	Precio Justo
Fracc.	Fracción
GEO	Corporación Geo, S.A. de C.V.
Infra	Adelante, abajo, después
IFE	Institución Financiera del Exterior
Indeval	S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores
IAF	Ley para Regular las Agrupaciones Financieras
LCM	Ley de Concursos Mercantiles
LCNBV	Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
LGISMS	Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros
LGOAAC	Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito
LGSM	Ley General de Sociedades Mercantiles
LGTOC	Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
LIC	Ley de Instituciones de Crédito
LISR	Ley del Impuesto Sobre la Renta
LMV	Ley del Mercado de Valores
Loc. cit.	<i>Locus citatus</i> ; en el lugar citado
Lockups	Venta de Activos
Management Control	Control de los Administradores
Mesa	<i>Mesa Petroleum Company</i>
México	Estados Unidos Mexicanos
Op. Cit.	<i>Opus citatum</i> ; obra citada
OPCA u OPCAs	Oferta Pública de Compra de Acciones

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

P.	Página
Pp.	Páginas
Pantry	Pantry Pride, Inc.
Paramount	Paramount Communications, Inc.
Plan de Incentivos	Plan de Incentivos a Empleados y Ejecutivos de GEO
Poison Pill	Plan de Derechos para Accionistas
Proxy	Poder, carta poder
Reglas de OPCAs	Reglas Generales Aplicables a las Adquisiciones de Valores que deban ser Reveladas y de Ofertas Públicas de Compra de Valores
Revlon	Revlon, Inc.
RNV	Registro Nacional de Valores
RPC	Registro Público de Comercio
S.A.	Sociedad Anónima
SEC	Securities Exchange Commission
SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público
Staggered Board	Consejo de Administración Escalonado
Supra	Atrás, arriba, antes
Tender offer	Oferta Pública de Compra de Acciones
Time	Time, Inc.
Trust	Fideicomiso
UDIS	Unidades de Inversión
Unocal	Unocal Corporation
Vol.	Volumen
Warner	Warner Communications

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

PAGINACION

DISCONTINUA

CAPÍTULO PRIMERO

CUESTIONES PRELIMINARES

1. Desarrollo de la Sociedad Anónima en la Legislación Mexicana

1.1. Antecedentes

Hay algunos tratadistas, como Miguel Acosta Romero y Jorge Barrera Graf, que señalan como antecedente de las sociedades anónimas al contrato de *societas* y a las *societates vectigalis publicanorum rerum*,¹ las cuales tienen su origen en el derecho romano. Las *societates vectigalis publicanorum rerum* se crearon como sociedades personales con fines públicos no lucrativos, generalmente se encargaban del cobro y percepción de los impuestos. Cabe destacar que la responsabilidad de los socios era limitada y podían transmitir sus derechos en la sociedad. Sin embargo, el propio Mantilla Molina al citar a las *societates vectigalis publicanorum rerum*, señala que no existe un vínculo entre dichas sociedades y las sociedades anónimas modernas, por lo que no debe considerárseles como un antecedente.

Otros tratadistas² destacan la existencia, desde el siglo XIII, de sociedades para la explotación de molinos, donde su capital se dividía en sacos, los cuales eran transmisibles fácilmente. También se ha dicho que la *colonna* es un antecedente histórico de la sociedad anónima, pues se constituía para la explotación mercantil de un navío y los componentes de la misma sólo respondían con el importe de su aportación; instituciones similares existían en el Código de las Costumbres de Tortosa³ y en el Consulado del Mar.⁴ Sin embargo, Mantilla Molina rechaza que dichas sociedades han tenido importancia en la creación del tipo moderno de la sociedad anónima.

¹ Cfr. Mantilla Molina, Roberto L., *Derecho Mercantil*, 29ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 341.

² Soprano, Enrico, *Trattato teorico-Practico delle Societa Commerciali*, Cit. por Mantilla Molina, Roberto L., op. cit. supra, nota 1, p. 341.

³ Ley Mercantil Marina que data del siglo XIII.

⁴ Los consulados eran asociaciones de comerciantes con el objeto de promover el comercio y defender a sus agremiados. Asimismo, fungían como tribunales especiales para resolver litigios mercantiles que surgían entre sus integrantes. El Consulado del Mar se fundó el 21 de julio de 1494 por instrucciones de los Reyes Católicos con la finalidad de resolver litigios entre los mercaderes. Sus primeras ordenanzas se publicaron en Valladolid el 18 de septiembre de 1538.

En la edad media, las empresas marítimas y comerciales se regulaban a través de la *commenda*,⁵ y en España las compañías se acogieron a la Ordenanzas de Bilbao de 1737.⁶

Por otra parte, el autor Antonio Brunetti⁷ señala como antecedente directo de la sociedad anónima la organización de los acreedores del estado genovés en el Banco de San Jorge, sin embargo Thaller⁸ señala que su mismo carácter de reunión de acreedores la aproxima más a las asambleas de obligacionistas que a la sociedad anónima.

La sociedad anónima surge cuando las grandes empresas de descubrimiento y colonización de nuevas tierras se organizan con finalidades económicas y políticas, primero en Holanda e Inglaterra y posteriormente en Francia. Como ejemplo de lo anterior se encuentra la Compañía Holandesa de las Indias Orientales de 1602,⁹ la Compañía Holandesa de las Indias Occidentales de 1621¹⁰ y la Compañía Sueca Meridional de 1626, entre muchas otras. En dichas sociedades se origina la estructura de la actual sociedad anónima, por lo que la mayoría de los autores las consideran el verdadero antecedente de la sociedad anónima actual.

En la mayoría de los casos, para constituir dichas sociedades, se requería la autorización del Estado y que los particulares pagaran el capital a través de la suscripción de acciones. En el caso de España, el comercio con las colonias y la actividad mercantil se encontraba regulada con muchas limitaciones y prohibiciones establecidas por la Casa de Contratación de Sevilla, órgano de la corona que controlaba las actividades realizadas por las expediciones y los navíos.

⁵ Las *commendas* eran sociedades de personas en nombre colectivo que respondían solidaria y subsidiariamente con todos los bienes de los socios de las operaciones de la sociedad. Sin embargo, la personalidad jurídica no estaba claramente establecida.

⁶ Las Ordenanzas de Bilbao fueron elaboradas por el Consulado de Bilbao, siendo la fuente principal del derecho mercantil en el mundo hispánico hasta la promulgación de los diversos códigos de comercio del siglo XIX. La primera versión data de 1560, adicionadas un siglo después en 1665, y terminadas en 1737.

⁷ Cit. por Mantilla Molina, Roberto L., *op. cit. supra*, nota 1, p. 341.

⁸ *Idem*.

⁹ La Compañía Holandesa de las Indias Orientales era una asociación de capitales a base de acciones que se negociaban por venta y en la bolsa. Fue la primera compañía que colizo en una bolsa organizada.

¹⁰ Los beneficios de esta compañía provenían del comercio de esclavos y de la piratería. Dicha compañía quebró en 1674.

Miguel Lerdo de Tejada,¹¹ establece que la sociedad anónima mexicana más antigua de la que se tiene noticia, fue una compañía de seguros marítimos que se constituyó en el año de 1789 con un capital de doscientos treinta mil pesos representado por cuarenta y seis acciones con valor de cinco mil pesos y con una duración de cinco años.

Posteriormente, en el año de 1802 se constituyó la Compañía de Seguros Marítimos de la Nueva España bajo las Ordenanzas de Bilbao, a la que indudablemente se considera como una sociedad anónima, ya que los socios eran responsables de la integración del capital social y sus acciones eran transmisibles.

En la época de México independiente encontramos varias referencias a sociedades que se consideran anónimas, tal y como es el caso de las concesiones para explotar vías férreas, en especial aquella que fue otorgada para establecer una vía a través del Istmo de Tehuantepec. La primera regulación a dichas sociedades la podemos encontrar en el Código de Lares,¹² aun cuando algunos la consideran de poca importancia en virtud de su escueto contenido regulado por diez artículos. Cabe destacar que los códigos europeos de la época también eran vagos al establecer el régimen legal para dichas sociedades.

1.1.1. Código de Comercio Francés y Código de Sáinz de Andino

El Código de Comercio Francés de 1808 reglamentó por primera vez a la sociedad anónima, la cual se denominó así con la finalidad de que no se incluyera el nombre de los socios en su denominación en virtud del constante cambio como consecuencia de la transferencia de las acciones al portador sin que pudiere haber un control efectivo sobre ello. Dicho código exigía la autorización del rey para constituir una sociedad a través de un acto que debía ser público. Se permitió que las acciones fueran al portador, estableció la responsabilidad limitada de los socios y admitió que los administradores no fueran socios. Este código también conocido como Código de Napoleón, sentó las bases de la sociedad anónima.

¹¹ "Apuntes Históricos de la Heroica Ciudad de Veracruz", Edición de la Secretaría de Educación Pública, 1940, México, D.F., p. 377. Cit. por Mantilla Molina, Roberto, L., op. cit. supra, nota 1, p. 342.

¹² Código de Comercio de 1854. Este Código reguló el comercio terrestre y marítimo, las compañías de comercio, la sociedad colectiva, la comandita y la sociedad anónima.

Ciertos principios del Código Francés fueron copiados por España y se insertaron en el Código de Comercio de Sáinz de Andino de 1829.¹³ A diferencia del Código Francés no se requería autorización del rey, pero sí la del Tribunal de Comercio. La autorización del rey solamente se requería para aprobar las reformas a los estatutos. El carácter de socio y sus derechos eran representados por cédulas, las cuales se regían por un régimen bastante complicado. Dicho código estableció ciertas disposiciones que hoy en día se encuentran vigentes, como la exigencia de la escritura constitutiva, los datos que ésta debe contener, la publicidad de la sociedad y de sus reformas, y el principio de la responsabilidad por daños ocurridos en los intereses de la compañía, por dolo o negligencia de alguno de los socios.

Jorge Barrera Graf señala: "la importancia de este Código estriba en que influyó, a su vez, en el primer Código de Comercio Mexicano de 1854. Este primer Código, estableció un régimen societario más claro y sistemático así como que la responsabilidad de cada socio llega hasta donde alcance el valor de la acción o de las acciones que tenga".¹⁴

1.1.2. Ley Francesa de 1867 y Código de Comercio Italiano de 1882

En Francia el 24 de julio de 1867, se emitió una ley especial de sociedades, la cual estuvo vigente hasta el año de 1966. Dicha ley otorgaba el reconocimiento de la personalidad de la sociedad anónima sin la necesidad de una autorización previa para su constitución. Esta situación se copio del derecho inglés, según señala Escarra en su obra denominada: *Manuel de Droit Commercial*.¹⁵ La Ley de 1867 estableció: (i) siete como número mínimo de socios, (ii) que las acciones eran negociables, (iii) competencia exclusiva a la asamblea de accionistas para nombrar a los administradores y para modificar los estatutos, (iv) el voto a las acciones, (v) la adopción del principio mayoritario, y (vi) el quórum de asistencia para las asambleas. Esta ley se considera la primera en el mundo por haber regulado sistemáticamente a la sociedad anónima.

En julio de 1966, la Ley Francesa de 1867 fue derogada por un nuevo ordenamiento en el que destacan cuestiones como: (i) las acciones de nulidad, (ii) la prohibición de negociar las acciones con anterioridad a la inscripción de la sociedad anónima en el registro, (iii) establecimiento de capitales mínimos, (iv) derecho de veto respecto del

¹³ Cfr. Barrera Graf, Jorge, *Instituciones de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 389.

¹⁴ *Idem*.

¹⁵ Cit. por Barrera Graf, Jorge, *op. cit. supra*, nota 13, p. 390.

consejo de administración, (v) acciones de voto plural, y (vi) restricciones en casos de información privilegiada entre otras disposiciones.

Por otro lado, el Código de Comercio Italiano de 1882 vinculó el objeto de las sociedades comerciales a uno o varios actos de comercio, estableció que el contrato de sociedad debía ser escrito y contener varios requisitos. Asimismo, impuso responsabilidad solidaria e ilimitada a los socios, promotores y administradores que actuaran en nombre de la sociedad antes de ser protocolizada y registrada, dictó reglas sobre la constitución simultánea y sucesiva así como sobre los órganos sociales, y reguló las acciones y obligaciones emitidas por las sociedades. También reguló asuntos relativos a la disolución, la fusión, y la liquidación de las sociedades.

El Código de Comercio de España de 1885 no siguió al Código Italiano de 1882, ni se basó en la Ley Francesa de 1867. Entre sus principales aportaciones encontramos: la personalidad jurídica que atribuyó a las sociedades mercantiles, lo cual influyó en la legislación mexicana. Lo anterior se puede observar en el artículo 88 de la vigente Ley General de Sociedades Mercantiles ("**LGSM**"), ya que establece que la denominación de la sociedad anónima será distinta a la de cualquier otra. Asimismo, admitió que las acciones que se emitieran fueran nominativas o al portador y cada una de ellas se rigió por un régimen propio. Esto se puede observar en los artículos 152, 162 y 163 de la LGSM.

Mientras tanto, en Alemania en el año de 1897 se promulgó el segundo Código de Comercio, el cual trajo consigo nuevas innovaciones en el área mercantil. Sin embargo, dichas innovaciones resultaron insuficientes para dar solución a los grandes problemas que acontecieron al finalizar la Segunda Guerra Mundial. Ejemplo de ello, fue la falta de previsión relacionada con los intereses que se creaban entorno a la sociedad anónima, tal como fue la participación de los trabajadores en las utilidades, la oferta pública de acciones, la distinción entre socios, gestores e inversionistas, y el predominio del órgano administrativo sobre la asamblea de accionistas.¹⁶ No fue sino hasta el 30 de enero de 1937, cuando entro en vigor el Código que recogió y reguló dichos principios. A dicho Código, sucedió la Ley de 1965, reformada dos años más tarde.

¹⁶ Cfr. Barrera Graf, Jorge, *op. cit. supra*, nota 13, p. 391.

1.1.3. Código Civil Italiano de 1942

El Código Civil Italiano de 1942 en su Libro Quinto denominado: "Del Trabajo", comprende a las sociedades e incluye a la sociedad por acciones. Una ley posterior, del 7 de junio de 1974, adiciona y modifica a través de sus veinticuatro artículos algunas de las disposiciones sobre la sociedad por acciones. Los principios más importantes en relación con la sociedad anónima son: (i) un capital mínimo de doscientos millones de liras, (ii) la posibilidad de que las acciones sean nominativas o al portador, (iii) personalidad moral de la sociedad en virtud de su inscripción en el registro, (iv) aportaciones accesorias, no numerarias, (v) acciones de trabajo, de ahorro y acciones sin voto, (vi) regulación de las participaciones recíprocas de acciones entre dos o más sociedades y de una sociedad con otra, (vii) la posibilidad de crear una sociedad con un solo accionista y la responsabilidad en que este incurriría, (viii) la nulidad en los acuerdos de asamblea, (ix) la prohibición de concurrencia con la sociedad que se impone a sus administradores, (x) la responsabilidad de estos, (xi) la regulación del órgano de vigilancia, (xii) el régimen de las obligaciones emitidas por la sociedad, (xiii) la posibilidad de emitir obligaciones convertibles en acciones, y (xiv) las reglas sobre los balances y su contenido.

1.2. La Sociedad Anónima en la Legislación Mexicana

En los Estados Unidos Mexicanos ("México"), la regulación de las sociedades civiles y mercantiles, estuvo sujeta principalmente a las Siete Partidas y a las Ordenanzas de Bilbao, posteriormente por otros ordenamientos dictados para la Nueva España, como las Ordenanzas de Minería del año de 1783. Después se reguló con base en las leyes y códigos dictados en México con posterioridad al año de 1810, y más tarde por el Código Civil del Estado de Zacatecas y el Código Civil del Estado de Oaxaca de los años de 1828 y 1829 respectivamente.

El primer ordenamiento mercantil mexicano fue el Decreto de Organización de las Juntas de Fomento y Tribunales Mercantiles de 1841, dicho ordenamiento no contempló a la sociedad anónima.

1.2.1. Código de Comercio de 1854

El Código de Comercio de 1854 tuvo algunas similitudes al Código Francés de 1808, entre ellas se encuentra la exigencia a todas las sociedades de inscribirse en el Registro Público de Comercio, y aquella sociedad no inscrita "no producía acción entre los otorgantes", aunque si resultaba eficaz frente a terceros. Este ordenamiento contempló

por primera vez en México a la sociedad anónima, y no exigió a ésta, ni a otro tipo de sociedades la autorización por parte del Estado, solamente requirió a la sociedad anónima el examen y aprobación de la escritura constitutiva por parte del Tribunal de Comercio.

Este Código obligaba a las sociedades a que su denominación indicara "el objeto o empresas para que el que se hayan formado", sin excluir que apareciera el nombre de los socios; y que la responsabilidad de cada socio llegara hasta donde alcanzase el valor de las acciones que tuviera. Asimismo, sentó algunas reglas sobre la disolución de sociedades, pero a diferencia del Código Español, omitió las cuestiones relativas a la liquidación.

El Código de Comercio Mexicano se promulgó el 16 de mayo de 1854, y previo a su promulgación ya se habían constituido algunas sociedades anónimas y otras sociedades mercantiles organizadas de acuerdo con algunos modelos extranjeros como las *limited companies*, constituidas como consecuencia de la expedición de Decretos del Poder Ejecutivo. En algunas ocasiones, éste tipo de sociedades, las cuales operaban primordialmente en el ramo de los ferrocarriles, dieron lugar a algunos litigios en los que se plantearon y quedaron establecidos ciertos principios en materia corporativa.

1.2.2. Código de Comercio de 1884

No fue sino hasta el 20 de abril de 1884, cuando se consagró un número más amplio de preceptos en torno a la sociedad anónima en el Código del referido año, dicho código dio origen a una ley especial en el año de 1889, la cual a su vez fue derogada por el Código de ese mismo año, el cual estuvo vigente hasta que entro en vigor la LGSM.

El Código de Comercio de 1884 reglamentó a la sociedad anónima del artículo 527 hasta el 588. Este Código se caracterizó por tener una reglamentación bastante modesta en relación con las otras obras de la misma época, por lo mismo, en algunos aspectos puede considerarse omisa, carente e incluso insuficiente.

Ejemplo de lo anterior, lo observamos en el artículo 572, en donde el legislador define a la sociedad anónima omitiendo uno de los aspectos más importantes: la responsabilidad limitada de los accionistas. Otro aspecto que llama la atención radica en la libertad tan amplia que el legislador otorgó a los particulares. Esta situación la podemos observar en los artículos 555 y 564 en donde: "toda modificación en los estatutos de la compañía se verificará en la forma prescrita en ellos..." y "las juntas generales tendrán las atribuciones que establezcan los estatutos...". Esta amplia libertad resulta incomprensible

debido a que estamos acostumbrados a que el creador de reglamentaciones legales sobre la sociedad anónima se sirva de normas imperativas y limita así, en ciertos puntos, la libertad de las partes en forma estricta, como debe corresponder a todo principio protector relativo a las sociedades de capitales, cuyas acciones circulan rápida y fácilmente, de lo cual resulta la obligación del legislador de proteger a los adquirentes futuros de acciones contra normas estatutarias perjudiciales a tales adquirentes.¹⁷

1.2.3. Ley de Sociedades Anónimas

En 1888 se promulgó la Ley de Sociedades Anónimas, la cual derogó las disposiciones del Código de Comercio de 1884. Esta ley recibió gran influencia del Código de Comercio Italiano de 1882 y al mismo tiempo influyó en el Código de Comercio de 1890. Todo indica que la reglamentación del Código de 1884 resultó insuficiente por lo que fue necesario reemplazarlo con una reglamentación mucho más actual, completa, sistemática y avanzada.

Dentro de los principios más sobresalientes se encuentran: (i) la prohibición a los socios de hacer figurar sus nombres en la denominación social, bajo pena de responsabilidad personal y solidaria, (ii) la regulación de las dos formas de constitución de la sociedad: suscripción pública o por medio de la comparecencia de dos o más personas que suscriban la escritura, (iii) el número mínimo de socios era de dos, ya no de cinco, (iv) distinguió las aportaciones de dinero, para las que permitió se pagará cuando menos el 10% de su valor, de las aportaciones en especie, que debían ser pagadas en su totalidad, (v) permitió las acciones al portador así como las nominativas, y (vi) justificó la adquisición de las propias acciones de la sociedad anónima, especialmente por lo que se refiere a las acciones liberadas.

La Ley de 1888 contempló tres órganos: (i) el de administración, (ii) el de vigilancia y (iii) el de decisión. En relación con la administración de la sociedad, ésta recaía en un director o en un consejo de administración, el cual gozaba de representación general, salvo pacto en contrario en los estatutos sociales de la misma. La vigilancia recaía en uno o varios socios, los cuales recibían el nombre de "comisarios", y finalmente la asamblea general de accionistas era el órgano encargado de tomar decisiones, ratificar los actos de la sociedad y reformar sus estatutos.

¹⁷ Cfr. Frisch Philipp, Walter, *Sociedad Anónima Mexicana*, 5ª ed., Oxford University Press, México, D.F., 1999, p. 15.

1.2.4. Código de Comercio de 1889

En enero de 1890 entró en vigor el actual Código de Comercio ("CCo"), que en sus artículos 163 a 225 reglamentó a la sociedad anónima. Por medio de este Código se derogaron las disposiciones del Código de 1888. La vida tan corta del Código de 1888 no se debió a sus inconveniencias, sino al deseo del legislador de reunir en un solo ordenamiento las disposiciones de la sociedad anónima y las ya previstas en el Código de Comercio. En consecuencia, el Código de Comercio de 1890 preservó el texto completo del Código de 1888 más las normas entorno a la sociedad anónima.

1.3. La Sociedad Anónima en la Ley General de Sociedades Mercantiles Vigente

La LGSM vigente fue creada por el poder Ejecutivo en uso de sus facultades extraordinarias, conferidas por decreto expedido por el Congreso de la Unión, el 28 de diciembre de 1933 y fue publicada en el Diario Oficial de la Federación ("DOF") hasta el 4 de agosto de 1934. Esta ley constituyó un gran avance respecto del Código de Comercio de 1890. La LGSM significó la adopción de esquemas modernos y recientes en relación con un capitalismo que en México apenas se iniciaba y que crecía impetuosamente en Norteamérica y Europa. Esta ley delineó y ordenó la figura de la sociedad anónima como uno de los tipos de sociedad mercantil más importante. Introdujo una supuesta organización democrática a través de la división de poderes entre los tres órganos sociales y amplió la aplicación del principio de la autonomía de la voluntad de los accionistas.¹⁸ Para algunos autores como Barrera Graf: "este principio de la autonomía de la voluntad de los accionistas ha tenido en la práctica un papel demasiado amplio, y a menudo abusivo, al permitir pactos de los accionistas en los estatutos que desfiguran las características esenciales de la sociedad anónima".¹⁹ Ejemplo de ello, las formas directas e indirectas de restringir la libre circulación de las acciones. Otro ejemplo en relación con lo anterior, es el uso abusivo de este principio que atenta contra el crédito público y los intereses de los acreedores de la sociedad y de los accionistas, cuando se llevan a cabo ciertos aumentos y disminuciones de capital dentro del régimen del capital variable y que se resuelven en asambleas ordinarias, las cuales no son protocolizadas y mucho menos inscritas en el Registro Público de Comercio ("RPC"). Sin embargo, uno de los argumentos de esta tesis es demostrar que el principio de la autonomía de la voluntad es básico y

¹⁸ Cfr. Barrera Graf, Jorge, *op. cit. supra*, nota 13, p. 395.

¹⁹ *Ibid.*, p. 396.

necesario para el diseño de instrumentos de defensa contra las tomas de control a las que se encuentran expuestas las sociedades anónimas públicas.

2. Sociedades Anónimas Cerradas y Sociedades Anónimas Abiertas

La sociedad anónima es aquella que existe bajo una denominación formada libremente, y en la cual los socios responden de manera limitada hasta por el monto de sus acciones y el pago de las mismas. En México, las sociedades anónimas se han utilizado y se utilizan para las grandes empresas así como para las medianas y pequeñas. Este tipo de sociedades es el más utilizado en el comercio, la industria, la banca, los seguros y las fianzas entre otros.

Podemos hablar de tres tipos de sociedades anónimas: (i) las abiertas o públicas, (ii) las cerradas o familiares, y (iii) las especiales.

La sociedad anónima común, también denominada sociedad anónima cerrada, se encuentra regulada en la LGSM. Mientras que las sociedades abiertas, también denominadas públicas, cotizadas o emisoras, son aquellas cuyas acciones se encuentran admitidas a negociación en una bolsa de valores autorizada; en contraposición a las sociedades cerradas, también denominadas familiares.²⁰ Las sociedades anónimas abiertas o públicas se utilizan para captar inversión por medio de la oferta pública de acciones representativas de su capital social. Las sociedades anónimas públicas se rigen por la vigente Ley del Mercado de Valores ("LMV") y supletoriamente por la LGSM.

Las sociedades anónimas especiales, se rigen por leyes propias que conforman clases de sociedades por acciones, que siempre funcionan por concesión o autorización del Estado, las cuales cubren renglones y actividades de interés público y requieren la estrecha y permanente vigilancia del poder público, como sucede con los seguros y las fianzas.

2.1. Sociedades Anónimas Cerradas

En muchos países especialmente de Latinoamérica se denominan sociedades cerradas aquellas cuyas acciones no se encuentran admitidas a negociación en una bolsa de valores. El término "cerradas" o "familiares" se ha utilizado para calificar a las sociedades anónimas, cuyas acciones son totalmente suscritas y pagadas por miembros

²⁰ Acosta Romero, Miguel, et. al., *Tratado de Sociedades Mercantiles con Énfasis en la Sociedad Anónima*, Porrúa, México, D.F., 2001, p. 73.

de una familia que por muchos años ha administrado a la sociedad y las acciones no circulan con personas ajenas a la familia.²¹

La regulación específica de la sociedad anónima común o familiar, la encontramos en la LGSM. Según el artículo 87 de dicho ordenamiento, "la sociedad anónima es la que existe bajo una denominación y se compone de socios cuya obligación se limita al pago de sus acciones". La denominación se formará libremente, pero será distinta de la de cualquier otra sociedad, y al emplearse irá seguida de las palabras "Sociedad Anónima" o de su abreviatura "S.A." (Art. 88 LGSM)

2.1.1. Requisitos de Constitución de las Sociedades Anónimas Cerradas

Además de una denominación distinta a la de cualquier otra sociedad, la sociedad anónima debe constituirse como mínimo por dos socios, y cada uno de ellos debe suscribir cuando menos una acción. Los accionistas pueden ser personas físicas o morales, en consecuencia todos aquellos grupos o instituciones que carezcan de personalidad jurídica no podrán ser accionistas. La sociedad anónima debe tener un capital social que no debe ser inferior a cincuenta mil pesos²² y debe estar íntegramente suscrito. El capital social debe pagarse en moneda nacional, esto es, la moneda mexicana de curso legal con poder liberatorio (pesos). El capital social no puede indicarse en moneda extranjera, si se llegaren hacer aportaciones en moneda extranjera, estas deberán calcularse en pesos al valor que tenga en el momento en el que el socio realice la aportación. La fracción III del artículo 89 de la LGSM, permite los pagos parciales del valor de la acción, siempre y cuando, se exhiba en dinero en efectivo, cuando menos, el 20% del valor de cada acción pagadera en numerario. Cuando las acciones se paguen con bienes distintos al numerario, deberá exhibirse íntegramente el valor de cada acción.

Independientemente de los requisitos establecidos en el artículo 89 de la LGSM, la escritura constitutiva de la sociedad anónima deberá contener la parte exhibida del capital social, así como el número, valor nominal y naturaleza de las acciones; la participación de utilidades concedida a los fundadores, el nombramiento de comisarios y las funciones y condiciones para la validez de los acuerdos de la asamblea general. (Art. 91 LGSM)

²¹ Cfr. Acosta Romero, Miguel, *op. cit. supra*, nota 20, p. 73.

²² Sin que esta disposición sea aplicable a las sociedades que se constituyeron con anterioridad al 11 de junio de 1992.

La LGSM contempla fundamentalmente dos formas de constitución de la sociedad anónima. Una por suscripción pública o constitución sucesiva y la otra ante la fe pública del notario público, también denominada constitución simultánea u ordinaria, la cual es la forma más utilizada en la práctica.

Los fundadores son las personas que se encargarán de la organización de la sociedad. Ellos redactarán y depositarán en el RPC el programa que deberá contener el proyecto de los estatutos, salvo el señalamiento de los nombres, nacionalidad y domicilio de las personas físicas o morales y la determinación de lo que cada socio aportará en dinero u otros bienes que para ese momento se desconoce.

Las acciones deberán quedar suscritas en el término de un año, vencándose este plazo y no habiéndose suscrito íntegramente las acciones, los firmantes quedarán desligados y podrán retirar las cantidades que hubiesen depositado.

Una vez suscritas todas las acciones, los fundadores convocarán a la asamblea general constitutiva y una vez aprobada la misma, se protocolizará el acta y sus estatutos. La asamblea sesionará para deliberar sobre el avalúo de los bienes y la participación de los fundadores, así como para nombrar administradores y comisarios.

En las sociedades anónimas, el capital social está representado por acciones. Esto es, títulos nominativos por medio de los cuales se acredita la calidad de socio y se transmiten los derechos de socio. Cada acción tiene derecho a un voto. Es importante mencionar que en los estatutos sociales puede pactarse que una parte de las acciones tengan derecho de voto exclusivamente en las asambleas extraordinarias. Las acciones serán de igual valor y conferirán los mismos derechos. A esta disposición existe una excepción permitida por la ley, ya que en los estatutos pueden establecerse varias clases con derechos especiales para cada una de las acciones, sin que puedan emitirse acciones que excluyan a uno o más socios de recibir utilidades. Tampoco se podrán emitir acciones por una suma inferior a su valor nominal.

Las sociedades anónimas cerradas tienen prohibido adquirir sus propias acciones, excepto por adjudicación judicial en pago de créditos. Para el caso, se procederá a su venta dentro del plazo de tres meses, si no lo hace quedarán extinguidas, debiendo proceder a la reducción del capital. Los consejeros y directores que hayan autorizado la adquisición de acciones serán personal y solidariamente responsables de los daños y perjuicios que se causen a la sociedad y a los acreedores de ésta.

2.1.2. Órganos de la Sociedad

Las sociedades anónimas deben integrarse por tres órganos, esto es: el órgano de administración (Consejo de Administración o Administrador Único), el órgano de decisión (Asamblea de Accionistas) y el órgano de vigilancia (Comisario).

La administración recae sobre el Administrador Único o bien, sobre el Consejo de Administración, el cual actúa legalmente con la mitad de sus miembros y las decisiones se toman con la mayoría de los presentes.

Los miembros del órgano de administración deben ser personas físicas, no pueden nombrar representantes, ni delegar funciones. El órgano de administración podrá integrarse por accionistas y por terceros, y a todos sus miembros corresponde el derecho de voto. A los administradores se les podrá exigir el otorgamiento de una garantía para el desempeño de su cargo; y seguirán en el desempeño del mismo aun cuando el plazo respectivo haya terminado, en tanto no haya un nuevo nombramiento.

Los administradores deben presentar anualmente a la asamblea de accionistas un informe en el que se den a conocer las políticas, los criterios contables y la situación financiera de la sociedad. Dicho informe debe ponerse a disposición de los accionistas cuando menos quince días antes de la celebración de la asamblea general ordinaria. La falta de dicho informe faculta a los accionistas a remover a los administradores y comisarios. Después de celebrada la asamblea en la que se aprueban los estados financieros, estos deben publicarse en el periódico oficial de la entidad de que se trate.

La vigilancia de la sociedad puede recaer en uno o varios comisarios, que pueden o no ser accionistas. Las funciones principales del comisario son cerciorarse del buen funcionamiento de la sociedad, del cumplimiento de los administradores, rendir un informe a la asamblea sobre el comportamiento de los administradores y asistir con voz, pero sin voto a las sesiones del consejo de administración y a la asamblea de accionistas. Los miembros del órgano de vigilancia, al igual que los administradores, tienen prohibido delegar sus funciones.

El órgano de decisión de la sociedad es la asamblea de accionistas. Las decisiones tomadas por este órgano, deberán cumplirse por el órgano de administración. La asamblea de accionistas solamente podrá integrarse por los accionistas y sólo ellos podrán ejercer el derecho de voto. Los accionistas, para el ejercicio de sus derechos en las asambleas, pueden nombrar representantes y pueden solicitar la presencia de

representantes de la sociedad y de auxiliares como abogados, contadores, etc. (Art. 192 LGSM)

Las asambleas de la sociedad anónima se clasifican en ordinarias y extraordinarias. La asamblea ordinaria es aquella que se reúne cuando menos una vez al año dentro de los primeros cuatro meses siguientes al cierre de cada ejercicio y en la que se tratan asuntos relativos a la sociedad, salvo aquellos que deben ser discutidos en asamblea extraordinaria. (Arts. 179, 180 y 181 LGSM)

La asamblea extraordinaria se puede reunir las veces que sean necesarias para tratar alguno de los siguientes asuntos: prórroga o disolución anticipada, cambio de objeto o de nacionalidad, aumento o reducción de capital social, fusión, transformación o escisión de la sociedad, amortización de acciones, emisión de acciones de goce, emisión de bonos y cualquier otra modificación a los estatutos de la sociedad. (Art. 182 LGSM)

La convocatoria a la asamblea, ya sea ordinaria o extraordinaria, deberá hacerse por el administrador o por el consejo de administración, según sea el caso o bien por el comisario o comisarios.²³ Los accionistas que representen el 33% de las acciones podrán solicitar a los administradores o comisarios que realicen la convocatoria, y ante su negativa, podrán solicitarlo a la autoridad judicial del domicilio de la sociedad. La convocatoria deberá hacerse por medio de la publicación de un aviso en el periódico oficial de la entidad del domicilio de la sociedad, o en uno de los periódicos de mayor circulación de dicho domicilio, con la anticipación que fijen sus estatutos, o bien quince días antes de la fecha señalada para la reunión. La convocatoria debe contener el orden del día y estará firmada por la persona que la formuló.

Las resoluciones tomadas en la asamblea que no hubiere reunido los requisitos de la convocatoria serán nulas, a menos que estén representadas la totalidad de las acciones. El quórum de asamblea ordinaria en primera convocatoria se forma con la mitad del capital social, y las decisiones se tomarán por la mayoría de votos presentes; en segunda convocatoria se resolverán con cualquiera que sea el número de acciones representadas. En una asamblea extraordinaria, el quórum se forma con las tres cuartas partes del capital social y las decisiones se toman siempre, aun en segunda convocatoria, con el voto que represente la mitad del capital social. Después de la asamblea, deberá levantarse un

²³ En los artículos 168, 184 y 185 de la LGSM encontramos las excepciones al artículo 183 del mismo ordenamiento.

acta, la cual se deberá anotar en el libro respectivo; a falta de éste, se protocolizará e inscribirá en el RPC.

En las sociedades en las que existen varias clases de acciones, toda proposición que pueda perjudicar los derechos de una de ellas, deberá ser aceptada previamente por la clase afectada reunida en asamblea especial, en la que se requerirá la mayoría exigida para las modificaciones al contrato social.

2.2. Sociedades Anónimas Abiertas

Las sociedades anónimas públicas o abiertas, son aquellas que ofrecen al público inversionista, a través de la bolsa de valores, acciones de su capital social, las cuales deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores ("RNV").

Como ya se mencionó, la LMV es el ordenamiento especial aplicable a las sociedades anónimas abiertas, y respecto de lo que no esté previsto en dicho ordenamiento, deberá acudirse a la LGSM, a la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito ("LGTOC") y al CCo, según sea el caso.

Adicionalmente, es importante señalar que las sociedades anónimas públicas, previamente a la realización de una oferta pública, deberán cumplir con los requisitos de registro y listado y posteriormente con los requisitos de mantenimiento contenidos en: (i) la LMV, (ii) el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, y (iii) las circulares emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ("CNBV").

2.2.1. Características de las Sociedades Anónimas Abiertas

A diferencia de las sociedades anónimas cerradas, las sociedades anónimas abiertas o públicas pueden: (i) adquirir sus propias acciones (Art. 14 LMV), (ii) emitir acciones sin derecho a voto, (iii) emitir acciones de tesorería previa autorización de la CNBV (Art. 81 LMV), y (iv) deben depositar sus valores en una institución para el depósito de valores, no pueden prescindir de la intervención e intermediación de una institución para el depósito de valores.

Las sociedades con acciones inscritas en el RNV podrán, siempre y cuando así se prevea en sus estatutos, adquirir a precio de mercado, a través de la Bolsa Mexicana de Valores ("BMV"), las acciones representativas de su capital, previo acuerdo de su Consejo de Administración, con cargo al capital social y a la reserva para adquisición de acciones propias (con cargo a utilidades netas). La asamblea general ordinaria señalará el monto

del capital social que pueda afectarse a la compra de acciones propias y el de la reserva, no debiendo exceder la suma de recursos destinados a ese fin, del saldo total de las utilidades netas. Como consecuencia de la recompra, las emisoras deberán reducir su capital en la fecha de adquisición y afectar la reserva para adquisición de acciones propias. Las acciones re-compradas se convertirán en acciones de tesorería y podrán ser colocadas entre el público inversionista.

Las sociedades anónimas públicas en virtud de su naturaleza, tienen ciertas reglas especiales que rigen su funcionamiento, las cuales describo brevemente a continuación:

(i) Publicidad. El artículo 81 fracción VI de la LMV señala que la sociedad emisora al dar publicidad tendrá la obligación de señalar el importe del capital social pagado a esa fecha. La ley no es clara, ya que no señala si debe ser a la fecha de constitución o a la fecha de la autorización otorgada por la CNBV respecto de la emisión de acciones.

(ii) Acciones. Las acciones que emiten las sociedades anónimas abiertas, por estar destinadas a ser ofrecidas al público, tienen el carácter de títulos-valor según la definición del artículo 3 de la LMV, representan el capital social de la emisora, incorporan la totalidad de los derechos de su titular, acreditan el estatus de éste y deben ser inscritas previamente en el RNV.

(iii) Otras Características. (a) Las acciones que se emitan deben indicar la mención de estar depositadas en el S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores ("Indeval"), sin que se requiera expresar en el documento el nombre, el domicilio y la nacionalidad del titular o titulares. (b) La sociedad emisora podrá previa aprobación del Indeval, entregarle títulos múltiples o un solo título que ampare parte o todos los valores materia de la emisión y del depósito. (c) Podrán emitirse títulos que no lleven cupones adheridos, en tal caso, el Indeval expedirá las constancias que harán las veces de dichos títulos accesorios. (Art. 74 LMV)

(iv) Acciones de Tesorería. Estas acciones no suscritas, no son acciones, ni representan el capital social de la emisora por no estar suscritas. Sin embargo, deben satisfacer los siguientes requisitos: (a) que lo apruebe la CNBV, (b) que en la asamblea extraordinaria en que se decreta su emisión "deberá hacerse renuncia expresa al derecho de preferencia a que se refiere el artículo 132 de la LGSM" y si en tal asamblea, "un 25% del capital social vota en contra de la emisión" dicha emisión no podrá llevarse a cabo, (c) en el texto de la convocatoria en la que se cite a asamblea extraordinaria, se deberá hacer

notar expresamente que se reúne para los fines precisados, y (d) la CNBV estará facultada para concurrir a dichas asambleas. (Art. 81 LMV)

(v) Constancias de Acciones. El Indeval expedirá a los depositantes "constancias no negociables sobre los valores depositados", las cuales servirán para demostrar la titularidad de los valores relativos, acreditar el derecho de asistencia a las asambleas y la inscripción en el registro de acciones de la sociedad emisora. (Art. 78 LMV)

(vi) Libro de Accionistas. Las instituciones para el depósito de valores deberán llevar el registro de sus acciones y realizar las inscripciones correspondientes en los términos y para los efectos a que se refieren los artículos 128 y 129 de la LGSM. La sociedad emisora deberá proporcionar a las instituciones para el depósito de valores un ejemplar de la convocatoria de la asamblea respectiva, mientras que los depositantes estarán obligados a proporcionar a las sociedades emisoras los listados de titulares de los valores correspondientes. (Arts. 57 y 78 LMV)

Las sociedades abiertas cuentan con un régimen especial que regula a sus asambleas de accionistas. Brevemente, presento una síntesis de dichas reglas.

(i) Convocatorias para Asambleas. Para las asambleas extraordinarias: (a) se deberá hacer notar expresamente que se reúne para los fines precisados, (b) se hará saber que se tratará de un aumento de capital a través de la emisión de nuevas acciones, (c) deberá hacerse renuncia expresa al derecho de preferencia a que se refiere el artículo 132 de la LGSM y si en tal asamblea, el 25% del capital social vota en contra de la emisión dicha emisión no podrá llevarse a cabo, y (d) la emisora debe proporcionar un ejemplar de la convocatoria de la asamblea al Indeval a más tardar el día hábil anterior a su publicación y deberá informarle de dicha convocatoria con una anticipación de por lo menos cinco días hábiles a la fecha de cierre de sus registros de asistencia. (Arts. 78 y 81 LMV)

(ii) Legitimación para Asistir a las Asambleas. El Indeval debe expedir a los depositantes las constancias sobre los valores depositados, las cuales servirán para acreditar el derecho de asistencia a las asambleas. Los accionistas, representantes de los accionistas, administradores y comisarios de la sociedad tienen derecho a concurrir a las asambleas. La CNBV podrá enviar un representante a aquellas asambleas en las que se emitan acciones que habrán de ofrecerse al público.

(iii) **Constitución y Competencia de las Asambleas.** En relación con la constitución de las asambleas, para efectos de establecer el quórum mínimo de asistencia, las acciones depositadas en el Indeval, representativas del capital social, se acreditarán con las "constancias no negociables" que el Indeval expida para dicho efecto, las cuales serán "completadas con el listado de los titulares de dichos valores". En relación con la competencia, las sociedades anónimas cuyo objeto consista en aumentos de capital a través de la emisión de nuevas acciones, las asambleas serán extraordinarias. Si se trata de una sociedad anónima de capital variable podrán ser asambleas ordinarias, siempre y cuando así lo establezcan sus estatutos sociales.

3. **Oferta Pública de Valores**

En primer lugar, conviene proporcionar una noción técnico-jurídica del término oferta o policitud. La Enciclopedia Jurídica Mexicana señala que dicho término proviene del vocablo latino *offerre* (ofrecer) y citando a Ripert y Boulanger apunta: "en sentido estrictamente jurídico, es la proposición que una persona hace a otra para contratar bajo ciertas condiciones... Como se desprende del propio concepto de oferta, ésta forzosamente implica una declaración de voluntad manifestada en forma unilateral en la que se deslizan ineludiblemente las condiciones mínimas bajo las cuales el contrato deberá posteriormente celebrarse".²⁴

Con el propósito de delimitar la noción propuesta, en palabras del maestro Ernesto Gutiérrez y González oferta o policitud es: "una declaración unilateral de voluntad, expresa o tácita, hecha a una persona presente o no presente, determinada o indeterminada, que enuncia los elementos de un contrato cuya celebración pretende el autor de esa voluntad, sería y hecha con ánimo de cumplir en su oportunidad".²⁵

Cabe precisar que desde el enfoque del derecho bursátil mexicano, oferta pública es aquel ofrecimiento que se hace por algún medio de comunicación masiva a persona indeterminada, para suscribir, enajenar o adquirir acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa, destinados a circular en el mercado de valores, según lo dispone el artículo 3 de la vigente LMV.

²⁴ Enciclopedia Jurídica Mexicana, Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México y Porrúa, México, D.F., 2002, Tomo V, p. 327.

²⁵ Gutiérrez y González, Ernesto, *Derecho de las Obligaciones*, 14ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, Tomo I, p. 251.

Una vez que han sido esbozados los conceptos anteriores, para los efectos del presente estudio la Oferta Pública de Compra de Acciones ("**OPCA**" u "**OPCAs**") es una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas y/o jurídicas anuncien públicamente a todos los tenedores de títulos representativos del capital social de una sociedad abierta, que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones y/o demás valores a cambio de un determinado precio que puede consistir en títulos y/o en dinero.²⁶

Por su parte, la CNBV propone la siguiente noción de OPCA: "consiste en la oferta realizada por una empresa o (por) la misma emisora para adquirir parcial o totalmente las acciones de ésta última, generalmente con el objetivo de obtener el control de la emisora o darle de baja en bolsa".²⁷

3.1. Naturaleza Jurídica

Tomando en consideración los elementos de la oferta señalados líneas atrás, se concluye que la naturaleza jurídica de la OPCA es la de una oferta de contrato²⁸ que tiene el carácter de expresa y se dirige a sujetos no presentes e indeterminados, pero determinables en cuanto tenedores de valores con derecho a voto en la sociedad afectada.²⁹

Ahora bien, es pertinente distinguir la identidad del contrato ofrecido atendiendo a la contraprestación prometida: (i) será de compraventa si la contrapartida consiste única o mayormente en dinero, (ii) será de permuta si se refiere única o mayormente a valores ya emitidos en poder del oferente, y (iii) si la prestación consiste en valores por emitirse se trata de una oferta de suscripción. Debe destacarse que, vencido el plazo otorgado para la

²⁶ El concepto que proporciona se formula a partir de la estructura propuesta por el doctrinario español Jaime Zurita, aunque con claras diferencias en su contenido puesto que él hace referencia a los "valores con derecho a voto" de una sociedad abierta como los valores que serán objeto de una OPCA, cuando en realidad, como se verá más adelante, la oferta debe extenderse no sólo a éstos sino también a las acciones sin derecho a voto y a las acciones de voto limitado. Zurita y Saenz de Navarrete, Jaime, *La Oferta Pública de Adquisición*, Bolsa de Madrid, Madrid, 1980, p. 189.

²⁷ Página de Internet de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. www.cnbv.gob.mx. En mi opinión, la noción que proporciona la CNBV es imprecisa, ya que incluye el vocablo "empresa" que es un término económico mas no jurídico. Así, pudiera dar la impresión incorrecta de que la OPCA sólo es susceptible de realizarse por personas morales, lo que resulta incorrecto puesto que, como veremos más adelante, puede ser formulada también por personas físicas.

²⁸ Es esta la opinión doctrinal mayoritaria que sostienen entre otros; Benoit-Moury, Loyrette, Mundheim, Fleischer, Peden, Buckley, Pennington y Zurita. Existen múltiples criterios jurisprudenciales en derecho comparado que apoyan la postura de considerar la OPCA como oferta de contrato. No obstante lo anterior, una pequeña parte de la doctrina extranjera sostiene que la OPCA es una mera invitación a contratar. No analizaremos este punto a profundidad por exceder de los límites propuestos en la tesis.

²⁹ Aquella cuyos valores sean objeto de una OPCA.

aceptación de la OPCA, existirán tantos vínculos contractuales como aceptaciones se hubieren presentado y, consecuentemente, cada relación jurídica entre oferente y aceptante gozará de existencia independiente respecto de las otras.³⁰

Como se apuntó con anterioridad, una de las finalidades de la OPCA es que su autor adquiera el control de la sociedad afectada. En atención a dicho propósito es común que el oferente señale un número mínimo de valores que pretende adquirir, por lo que, si no se alcanza dicha cantidad, no asume la obligación de hacerse de aquellos valores de quienes hayan aceptado su propuesta.

Así pues, el número mínimo de valores que el autor de la OPCA se propone adquirir constituye una condición suspensiva³¹ a la que se encuentran sujetos la totalidad de los vínculos contractuales entre oferente y aceptantes.

3.2. Características

Como se desprende del concepto de OPCA que se proporcionó con anterioridad, sus características esenciales son publicidad y generalidad.³² Así, una OPCA es pública dado que su contenido se divulga y se extiende a través de medios idóneos y es general en virtud de que se dirige a todos los tenedores de valores con derecho a voto de la sociedad afectada.

3.3. Modalidades

Valiéndome de las clasificaciones propuestas por diversos doctrinarios, divido las distintas modalidades de OPCAs de conformidad con los siguientes criterios:

- (i) Por la obligatoriedad o el carácter potestativo de su formulación: obligatorias o imperativas y voluntarias o facultativas.

³⁰ En esa tesitura, si alguno de los vínculos entre oferente y aceptante resultare ineficaz por causas que le son propias y exclusivas, por regla general, el resto de las relaciones contractuales no se verán afectadas. Excepcionalmente, si como consecuencia de dicha ineficacia el número de valores contenidos en las aceptaciones se viera disminuido por debajo del límite mínimo fijado por el autor de la OPCA, la totalidad de la operación se verá privada de sus efectos por falta de cumplimiento de la condición suspensiva a que se encuentra sujeta, según se explica líneas adelante.

³¹ Acontecimiento futuro de realización incierta de cuyo advenimiento depende la exigibilidad de las obligaciones derivadas de un acto jurídico.

³² En el mismo sentido se pronuncian Zurita y Sáenz de Navarrete, Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, pp. 189 ss., y De Cárdenas Smith, Carlos, *Regimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Editorial Civitas, Madrid, 1993, p. 31.

- (ii) Por su extensión: parcial o total, ya sea que exista o no un número máximo de valores que el oferente se compromete a adquirir.³³
- (iii) Por su finalidad: para tomar el control de la sociedad afectada, para reforzar el control, para hacerse de una participación significativo³⁴ del capital social o para fines diversos de los anteriores (e.g. cancelación de la inscripción y cotización de sus valores o "destiste", modificación de estatutos de la sociedad afectada, etc.).
- (iv) Por el tipo de oferente: por la propia sociedad afectada³⁵ o por un tercero, ya sea accionista o no.
- (v) Por el conocimiento de su contenido por el órgano de administración de la sociedad afectada antes de su formulación: acordadas o no acordadas.
- (vi) Por la posición que adopte el órgano de administración de la sociedad afectada: hostiles o amistosas.³⁶
- (vii) Por el tipo de contraprestación ofrecida: en dinero, en títulos o mixta.
- (viii) Por el momento de su formulación, pueden ser *a priori* o *a posteriori* de la adquisición de una participación significativa.

Para efectos de este trabajo, los criterios de clasificación descritos en los incisos (ii), (v) y (vi) anteriores, serán los de mayor relevancia, por lo que más adelante se abundara en ellos.

3.4. Propósito de una OPCA

Como señalé en el inciso que antecede, el propósito u objeto que busca el oferente a través de la formulación de una OPCA puede ser diverso:

(i) Toma de Control. El fin más común pretendido por el oferente es tomar el control de la sociedad afectada. El control de una sociedad radica fundamentalmente en la

³³ Debe hacerse notar que en ambos casos es general pues se dirige a todos los tenedores de valores de la sociedad afectada.

³⁴ Aquella cantidad de valores con derecho a voto en una sociedad pública que el ordenamiento jurídico considere suficiente para ejercer el control sobre dicha sociedad.

³⁵ Aquella cuyos valores sean objeto de una OPCA.

³⁶ Se consideran amistosas aquellas que son hechas con el previo acuerdo del órgano de administración de la sociedad afectada y hostiles o agresivas aquellas en que, debido a la falta de tal acuerdo, dicho órgano adopta una posición antagonica frente a la pretendida toma de control por el oferente.

posibilidad que le atribuye una participación accionarial a su titular para: (i) nombrar a la mayoría de los miembros del órgano de administración, y (ii) para conducir la gestión social a través de una posición superior en la asamblea de accionistas.

En circunstancias normales, el control social lo atribuye la titularidad del 50% más una de las acciones con derecho a voto representativas del capital social de una sociedad. No obstante lo anterior, debido a las disposiciones estatutarias de la sociedad de que se trate, en ciertos casos el control de facto sobre una sociedad puede ejercerse con un porcentaje menor al arriba mencionado; en otros, aún detentando una mayoría absoluta pueden existir "condados" que impidan que exista una verdadera preeminencia por parte del accionista que detenta un paquete mayoritario.³⁷

(ii) Reforzamiento del Control. En este caso, el propósito del oferente es el de incrementar su participación accionaria para consolidar o reforzar su posición de mayoritario en la sociedad afectada.

(iii) Adquisición de una Participación Significativa. Bajo este esquema el oferente pretende adquirir una participación tal que alcance el porcentaje que las disposiciones aplicables consideran "significativa" a efecto de reforzar su posición dentro de la sociedad afectada, sin llegar a tener una posición mayoritaria absoluta (50% más una acción de los valores con derecho a voto).

(iv) Exclusión de Cotización o "Desliste" de la Emisora. Esta modalidad de OPCA se presenta bajo distintos matices:

(a) "Desliste" Voluntario. Se da cuando la propia emisora, a través de la recompra de sus propias acciones que cotizan en el mercado de valores y que se encuentran en manos del público inversionista, pretende cancelar la inscripción de éstas y dejar de cotizar en el mercado bursátil. Su objetivo fundamental es eliminar a los accionistas minoritarios y reforzar el control que ya poseen los accionistas mayoritarios.

(b) "Desliste" Obligatorio. La OPCA viene como consecuencia de un mandato de autoridad que dispone la cancelación de la inscripción de los valores admitidos a cotización, ya sea como sanción por violaciones

³⁷ Cabe mencionar que, por regla general, las disposiciones en materia de OPCAs alrededor del mundo atienden a la sola tenencia de un cierto porcentaje de valores representativos del capital social sin entrar al necesario subjetivismo que implica "ejercer el control efectivo" sobre una sociedad.

en que haya incurrido la emisora, o simplemente porque no mantiene el número mínimo de valores colizados que exigen las disposiciones aplicables.

En la totalidad de los casos arriba mencionados, como requisito previo a la cancelación de la inscripción de los valores, se impone a la emisora la obligación de formular una OPCA total a efecto de garantizar la salida y la consecuente liquidez de los valores de aquellos tenedores que no tienen interés de participar en la sociedad cuando tenga el carácter de privada o cerrada.

(v) Modificación de Estatutos. En ciertos sistemas jurídicos extranjeros se impone al accionista titular de acciones que representen más del 50% de una sociedad pública, la obligación de formular una OPCA cuando pretenda, por primera vez desde que hubiera adquirido o recuperado tal porcentaje de derechos de voto, modificar los estatutos de la sociedad. Dicha obligación atiende a que la modificación estatutaria puede implicar un cambio de las "reglas del juego" y, por lo tanto, se otorga a los accionistas minoritarios un derecho de separación *sui generis*.³⁸

3.5. Valores objeto de una OPCA

La Enciclopedia Jurídica Mexicana señala: "valores son aquellos títulos de crédito (títulos valor) que considerados bienes muebles poseen *per se* un valor patrimonial concreto, en virtud del cual pueden ser transmisibles (sic). Los valores mobiliarios llamados simplemente "valores" son títulos de crédito emitidos en serie o en masa; es decir, nacen idénticos por virtud de un acto único que les da origen y como tales son fungibles; asimismo, representan la participación individual de sus titulares en el capital social de una sociedad, en el patrimonio de una persona o en el crédito constituido a cargo de ésta".³⁹

En términos de la LMV, son valores aquellos títulos y documentos que cumplen con las siguientes características: (i) que hayan sido emitidos en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, y (ii) que se encuentren destinados a circular en el mercado a través de intermediación bursátil, previa inscripción en el RNV.

³⁸ De Cárdenas Smith, Carlos, *op. cit. supra*, nota 32, p. 66.

³⁹ Enciclopedia Jurídica Mexicana, *op. cit. supra*, nota 24, Tomo VI, p. 961.

Serán objeto indirecto de una OPCA las acciones y demás valores representativos del capital social de una sociedad pública (e.g. valores convertibles, certificados de participación, títulos opcionales, derechos de suscripción, etc.).

4. Intermediación Bursátil

Se entiende por intermediación aquella actividad tendiente a poner en contacto a una persona que ofrece bienes con aquellas que están dispuestas a adquirirlos.⁴⁰

El artículo 4 de la LMV señala aquellas actividades y operaciones que para los efectos de la misma se consideran intermediación en el mercado de valores, dentro de las cuales queda comprendida la oferta pública de valores. Asimismo, el citado artículo *in fine* establece que la intermediación en dicho mercado sólo podrá realizarse por las casas de bolsa, los especialistas bursátiles y por las demás entidades financieras y personas facultadas para ello en la propia LMV o en otras leyes.

Los intermediarios del mercado de valores serán quienes se ocupen de poner en contacto al oferente de valores en una OPCA con los titulares de los valores materia de la misma.

5. Mercado de Valores

Al referirse el presente trabajo a operaciones cuyo objeto indirecto son valores que cotizan en lo que se ha denominado mercado de valores, es pertinente proporcionar un concepto de dicho término.

No obstante lo anterior, considero que para proporcionar este concepto resulta preciso definir anticipadamente el vocablo mercado. Para tal propósito citamos a Joaquín Escriche quien, dando un doble enfoque -personal y en cuanto al sitio-, lo define como: "La concurrencia de gente á un paraje determinado y en días fijos para comprar y vender mercaderías; y el sitio público en que se verifica tal reunión".⁴¹

En el caso del mercado de valores ese lugar deja de ser público ya que sólo pueden concurrir a éste los intermediarios bursátiles, a saber, casas de bolsa, especialistas bursátiles y demás sujetos expresamente autorizados por las leyes.

⁴⁰ Carvallo Yáñez, Erick, *Tratado de Derecho Bursátil*, 3ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 25.

⁴¹ Escriche, Joaquín, *Diccionario Razonado de Legislación Civil, Penal, Comercial y Forense*, Porrúa, México, D.F., 1993, p. 437.

También desde el punto de vista de sus actores, el mercado puede conceptuarse como "aquel conjunto de personas con capacidad de compra, que tienen necesidades y deseos que están dispuestos a satisfacer".⁴²

En este orden de ideas, el mercado de valores implica tanto la concurrencia como el sitio en el que se realizan operaciones bursátiles, cuyos actores son los oferentes y demandantes de valores actuando a través de intermediarios autorizados por la ley.

6. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

A pesar de que la OPCA es una operación extrabursátil,⁴³ resulta conveniente esbozar una noción del concepto bolsa de valores ya que los instrumentos objeto de la adquisición normalmente se negocian dentro de ésta.

La bolsa de valores es el lugar o recinto en donde se negocian valores cotizados conforme a la regulación estatal y a través de los sujetos autorizados para actuar como intermediarios entre oferentes y demandantes.

En nuestro país, a la fecha sólo se encuentra la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. ("**BMV**") con sede en el Distrito Federal, la cual es una sociedad anónima que, al amparo de un título de concesión otorgado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ("**SHCP**"), opera como mercado en el que los agentes autorizados negocian valores bajo la supervisión del Estado a través de operaciones realizadas conforme a la regulación estatal aplicable y al régimen interno dictado por la propia bolsa.

Las casas de bolsa deben llevar un sistema automatizado para la recepción, registro, ejecución y asignación de operaciones con valores. Cada postura registrada por las casas de bolsa será transmitida, de acuerdo con el orden de recepción y asignación que corresponda, al sistema electrónico de negociación de la bolsa de valores. Las operaciones perfeccionadas con una postura contraria, se asignarán observando el orden cronológico de ejecución registrado en la bolsa.

La función fundamental de la BMV es facilitar las transacciones con valores, hacer posible la compraventa de valores al poner en contacto a empresas que requieren dinero

⁴² Ibarra Hernández, Armando, *Diccionario Bancario y Bursátil*, 2ª ed., Porrúa, México, D.F., 2000, p. 119.

⁴³ Debido a que la adquisición de los valores se realiza fuera de bolsa y generalmente a un precio distinto del de su cotización.

para realizar sus actividades o a particulares que deseen invertir su capital para darle un uso productivo que genere rendimientos.

La BMV para el cumplimiento de lo anterior, realiza las siguientes funciones:

- (i) Establece los locales, instalaciones y mecanismos que permitan la realización de operaciones bursátiles de manera eficiente, transparente y segura, incluyendo la infraestructura de registro, control, compensación y liquidación de las operaciones (Art. 29 LMV);
- (ii) Supervisa que las operaciones se realicen dentro de los lineamientos legales establecidos para regular la actividad bursátil;
- (iii) Vigila el estricto apego de las actividades de las casas de bolsa a las disposiciones que le sean aplicables;
- (iv) Cuida que los valores inscritos satisfagan las demandas y requerimientos correspondientes para ofrecer máxima seguridad al inversionista;
- (v) Difunde ampliamente las cotizaciones de los valores, precios y las condiciones de las operaciones que se llevan a cabo diariamente, así como de las empresas emisoras;
- (vi) Vigila la integridad del mercado de valores a través de las normas de autorregulación; y
- (vii) Realiza aquellas actividades análogas o complementarias de las que le autorice a SHCP a través de la CNBV.⁴⁴

7. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La CNBV se rige por su ley, la cual fue publicada en el DOF el 28 de abril de 1995. La CNBV, en términos del artículo primero de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ("**LCNBV**"), es un órgano desconcentrado de la SHCP con autonomía técnica y facultades ejecutivas. Su objetivo es supervisar y regular a las entidades financieras, así como a las personas físicas y demás personas morales cuando realicen actividades previstas en las leyes relativas al sistema financiero, a fin de procurar su estabilidad y

⁴⁴ Cfr. De la Fuente Rodríguez, Jesús, *Tratado de Derecho Bancario y Bursátil*, 3ª ed., Porrúa, México, D.F., 2002, Tomo I, p. 678.

correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto, en protección de los intereses del público.⁴⁵

La CNBV está constituida por la Junta de Gobierno, la Presidencia, Vicepresidencia, la Contraloría Interna, las Direcciones Generales y otras unidades administrativas.

8. Inscripción en el Registro Nacional de Valores

El RNV, antes llamado Registro Nacional de Valores e Intermediarios, es un registro público que depende de la CNBV, cuyo fin es dar publicidad a los actos relacionados con la oferta pública de valores y documentos a los cuales se les aplican las disposiciones de la LMV. Es requisito previo para que puedan ser objeto de oferta pública, que los valores de que se trate estén inscritos en la sección de valores del RNV, así como en la bolsa de valores, debiendo satisfacer los requisitos establecidos en el reglamento interior de la misma.

8.1. Obtención de la Inscripción en el RNV

A fin de obtener la inscripción en la Sección de Valores del RNV, las sociedades interesadas deben presentar una solicitud a la CNBV y a la BMV, a través de una casa de bolsa, anexando determinada información financiera, económica y legal, de acuerdo a lo establecido en las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores (las "**Disposiciones Generales**"),⁴⁶ así como cumplir con lo previsto en la LMV y en el Reglamento de la BMV.

A grandes rasgos, para obtener y mantener la inscripción de valores en la Sección de Valores del RNV se requiere, además de lo antes mencionado, lo siguiente:

- Que existan características que permitan una circulación significativa y que no cause perjuicio al mercado;
- Que exista una circulación amplia en relación con el mercado o la emisora;
- Que la emisora sea razonablemente solvente y líquida;
- Que la emisora siga políticas congruentes con los intereses de los inversionistas;

y

⁴⁵ Cfr. Hegewisch Díaz Infante, Fernando, *Derecho Financiero Mexicano. Instituciones del Sistema Financiero Mexicano*, 2ª ed., Porrúa, México, D.F., 1999, p. 69.

⁴⁶ *Diario Oficial de la Federación*, México, 19 de marzo de 2003.

- Que las emisoras proporcionen a la CNBV, a la BMV y al público inversionista la información que señale la CNBV en las circulares o Disposiciones que al efecto emita.

En virtud de lo anterior, todas las emisoras que pretendan obtener la inscripción de sus valores deberán satisfacer los requisitos que establece el artículo 14 de la LMV y aquellos previstos en las Disposiciones Generales.

De acuerdo con las Disposiciones Generales, las solicitudes de inscripción de cualquier clase de valores en la Sección de Valores o en la Sección Especial y, en su caso, la autorización de oferta pública de venta, deberán presentarse ante la CNBV, debidamente integradas por cada valor que pretenda inscribirse, de conformidad con lo siguiente:

(i) Inscripción de valores en la Sección de Valores del RNV y su autorización de oferta pública.

Para realizar la inscripción de valores en la Sección de Valores del RNV, se deberá presentar el escrito de solicitud para autorización de inscripción de valores y ofertas públicas de venta de acuerdo con el Anexo "A"⁴⁷ de las Disposiciones Generales, acompañada de la siguiente información y documentación:

- (a) El listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el Anexo "B"⁴⁸ de las Disposiciones Generales;
- (b) El instrumento público que contenga el poder general o especial del representante de la emisora;
- (c) El instrumento público que contiene la escritura constitutiva de la emisora, así como el instrumento que contiene las modificaciones a la misma;
- (d) El proyecto de acta de asamblea general de accionistas o el acuerdo del consejo de administración de la emisora o del comité técnico del fideicomiso en el que se acuerde la emisión de los valores y solicitar su inscripción, según resulte ser aplicable a cada tipo de valor;

⁴⁷ Se acompañan al presente trabajo como Apéndice "A", el Anexo A y el Anexo A-1 de las Disposiciones Generales, los cuales establecen el contenido con el que debe cumplir el escrito de solicitud para autorización de inscripción de valores y ofertas públicas de venta, y el escrito de solicitud tratándose de ofertas públicas de compra.

⁴⁸ Se acompaña al presente trabajo como Apéndice "B", el Anexo B de las Disposiciones Generales, el cual establece el listado de documentación e información que debe anexarse a la solicitud.

- (e) El instrumento público o copia certificada del acta de asamblea con los datos de inscripción en el RPC, o en su caso, copia del acuerdo de consejo de administración o del comité técnico, el cual deberá entregarse a más tardar el día de inicio de la oferta pública;
 - (f) El proyecto del título de los valores a ser inscritos;
 - (g) Los estados financieros dictaminados por auditor externo de la emisora relativos a los tres últimos ejercicios sociales o desde la fecha de constitución de la empresa;
 - (h) La opinión legal emitida por un licenciado en derecho;
 - (i) La opinión favorable de la BMV, respecto de la inscripción de valores en su listado de valores;
 - (j) El informe correspondiente al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas;
 - (k) El proyecto del contrato de colocación a suscribir con el intermediario colocador;
 - (l) El proyecto de aviso de oferta pública;
 - (m) El prospecto de colocación o de suplemento informativo, tratándose de emisiones al amparo de programas de colocación de valores; y
 - (n) La demás información y documentación que, por tipo de valor, se señala en el artículo 7 de las Disposiciones Generales.
- (ii) Inscripción de valores en la Sección Especial del RNV.

Para solicitar la inscripción de valores en la Sección Especial del RNV se deberá presentar la solicitud conforme al Anexo "A" de las Disposiciones Generales, acompañadas de la siguiente información y documentación:

- (a) El listado de documentación e información anexa a la solicitud, en la forma y términos que establece el Anexo "B" de las Disposiciones Generales;
- (b) El instrumento público que contenga el poder general o especial;
- (c) La información general de la emisora referente a su actividad, ubicación de sus principales oficinas, datos relativos a los miembros de su consejo de

administración y funcionarios dentro de la jerarquía inmediata inferior a la de director general, capital social y contable, según los últimos estados financieros dictaminados por auditor externo; y

- (d) La copia del prospecto de colocación definitivo o documento informativo cuando no tenga lugar una oferta pública, así como de los demás contratos que suscriba con los agentes colocadores y liquidadores así como de la demás información que se haya elaborado con motivo de la colocación.

Las emisoras, en los eventos relevantes que divulguen respecto de los valores que mantengan inscritos exclusivamente en la Sección Especial, deberán incluir la siguiente leyenda: "Los valores no han sido registrados en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, por lo que no son objeto de oferta pública ni de intermediación en México".

Asimismo, el artículo 7 de las Disposiciones Generales obliga a las emisoras, a presentar a la CNBV, documentación adicional, según se trate de acciones, certificados de participación ordinaria, instrumentos de deuda, certificados bursátiles o títulos opcionales, entre otros.

8.2. Mantenimiento de la Inscripción en el RNV

De acuerdo con el artículo 14 Bis 2 de la LMV, para mantener la inscripción de sus valores en el RNV, las emisoras deberán satisfacer, a juicio de la CNBV, los siguientes requisitos:

- (i) Presentar a la CNBV, a la BMV y al público inversionista, informes continuos, trimestrales y anuales que contengan información respecto de la emisora en materia financiera, administrativa, económica, contable⁴⁹ y legal, así como de los valores emitidos;
- (ii) Cumplir con la información de eventos relevantes;
- (iii) Presentar la demás información que determine la CNBV mediante disposiciones de carácter general;

⁴⁹ Incluyendo estados financieros dictaminados.

- (iv) Cumplir con los requisitos de mantenimiento de la inscripción en el listado de valores de la BMV, entre los que se incluirán aquellos que impongan la participación de consejeros independientes;
- (v) Que la emisora siga políticas congruentes con los intereses de los inversionistas, relativas a la adquisición y colocación de acciones, políticas para salvaguardar los intereses del público inversionista previos a la cancelación registral de los valores, entre otras; y
- (vi) No efectuar actos contrarios a la LMV o a los usos y sanas prácticas del mercado de valores.

En adición a lo anterior, las Disposiciones Generales en el artículo 8 establecen que a fin de mantener la inscripción de sus acciones en el listado de valores autorizados para cotizar en la BMV, las emisoras habrán de cumplir como mínimo con lo siguiente:

- (i) Establecer un capital mínimo fijo sin derecho a retiro;
- (ii) Estipular que los aumentos y, en su caso, las disminuciones a la porción variable del capital social deberán ser aprobados por la asamblea general ordinaria o extraordinaria de accionistas, según se acuerde, debiendo protocolizarse en cualquier caso el acta correspondiente, excepto cuando los accionistas ejerzan su derecho de retiro, o cuando se trate de los aumentos o disminuciones a que hace referencia la fracción I del artículo 14 Bis 3 de la LMV; y
- (iii) Establecer que el procedimiento para el ejercicio del derecho de retiro de los tenedores de acciones de la parte variable, además de ceñirse a lo ordenado en los artículos 220 y 221 de la LGSM, se sujete a que el reembolso correspondiente se pague conforme a los procedimientos establecidos en las Disposiciones Generales.

Cuando alguna sociedad emisora no cumpla con lo mencionado con anterioridad, la bolsa de valores deberá requerirle la presentación de un programa tendiente a subsanar el incumplimiento. En el evento, de que la sociedad emisora después de haber recibido un nuevo requerimiento por parte de la bolsa de valores, no presente el programa correspondiente, o éste no resulte satisfactorio a juicio de la bolsa, se deberá suspender la cotización de las series accionarias, respecto de las cuales se dé el incumplimiento, hasta

que esto se corrija. Cuando dentro de 1 año (prorrogable por 3 meses adicionales) no se supere el incumplimiento o bien, no se presente un grado de avance significativo al respecto, se deberá suspender la cotización de las series accionarias, respecto de las cuales se dé el incumplimiento, hasta que esto se corrija. En caso de que la sociedad emisora no presente el programa de que se trate o deje de dar cumplimiento al mismo, la CNBV, previo al desahogo del derecho de audiencia, podrá decretar la suspensión o cancelación del registro de las acciones.

8.3. Cancelación de la Inscripción en el RNV

En el caso que una sociedad pública no cumpla con los requisitos establecidos en el artículo 14 Bis 2 de la LMV, la CNBV podrá suspender o cancelar el registro de los valores emitidos por la sociedad pública de que se trate en el RNV.

Asimismo, de acuerdo con el artículo 35 de la LMV, la bolsa de valores, previa autorización de la CNBV, podrá, cuando los valores inscritos en la bolsa de valores dejen de cumplir con los requisitos para su inscripción en el listado de la misma, solicitar la cancelación de la inscripción de los valores en la bolsa de que se trate. Por su parte la CNBV podrá ordenar la suspensión de la cotización de determinados valores o la cancelación de la inscripción en bolsa cuando existan operaciones que no sean conformes a los sanos usos y prácticas de mercado o cuando las emisoras incumplan las obligaciones a que estén sujetas en términos de la LMV o de las Circulares.

Por otro lado, si las emisoras solicitan la cancelación de la inscripción de sus valores en el RNV, deberán cumplir con los siguientes requisitos, establecidos en el artículo 15 de las Disposiciones Generales:

- (i) Presentar la solicitud de cancelación de inscripción, que contenga la información relativa al valor, así como el motivo de la cancelación; y
- (ii) Tratándose de acciones, adicionalmente: (a) ajustarse a lo dispuesto por la fracción III del artículo 8 de las Disposiciones Generales y, en lo conducente, a lo dispuesto por el capítulo quinto de las mismas, y (b) presentar copia del acta de asamblea extraordinaria de accionistas indicando los datos de inscripción en el RPC o constancia de trámite en el mismo, que contenga la determinación de llevar a cabo la cancelación de la inscripción de acciones representativas del capital social de la emisora.

En el caso de las emisoras de nacionalidad extranjera al amparo del artículo 106 de la LMV, la resolución o el acuerdo del órgano social competente, que determine llevar a cabo la cancelación de la inscripción, con su correspondiente traducción al español realizada por perito traductor.

9. Inscripción en el S.D. Indeval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores

9.1. Objeto

Las instituciones para el depósito de valores surgen debido al auge que sufre el mercado mexicano de valores. Debido al aumento en el movimiento de los títulos, objeto de las operaciones del mercado de valores, estos se encontraban expuestos a ciertos márgenes de error, pérdidas, destrucción e incluso falsificación, creando un estado de inseguridad para las sociedades emisoras, los intermediarios bursátiles y para el público inversionista. Por ello, se crea un depósito central de valores, el cual tuvo como finalidad evitar el desplazamiento constante de los títulos y evitar los riesgos anteriormente mencionados.

El Indeval comenzó a recibir títulos en octubre de 1979; y en 1980 inicio operaciones directas con intermediarios bursátiles, empezando por registrar las operaciones bursátiles diarias para su proceso y control, a fin de cumplir con las obligaciones que impone a los contratantes el Banco de México y la CNBV.⁵⁰

El Indeval es una sociedad anónima de capital variable que cuenta con la concesión otorgada por la SHCP para prestar servicios relacionados con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores.

El Indeval tiene por objeto, entre otros:

- (i) Prestar el servicio de depósito de valores;
- (ii) Administrar los valores que se le entreguen en depósito, ejerciendo los derechos patrimoniales sobre los valores y, en caso de que se trate de depositantes domiciliados en el extranjero que así lo soliciten, ejercer los derechos corporativos;
- (iii) Prestar servicios de transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones que se realicen respecto de los valores depositados; y

⁵⁰ Cfr. Hegewisch Díaz Infante, Fernando, *op cit. supra*, nota 45, p. 261.

(iv) Emitir certificaciones de los actos que realice en ejercicio de sus funciones.

9.2. Procedimiento

El depósito de valores se constituye mediante la entrega de los valores al Indeval, quien abrirá cuentas a favor de los depositantes.⁵¹ Las transferencias de valores depositados se hará por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros del Indeval, no siendo necesaria la entrega, ni la anotación en registros de la emisora. El endoso en administración tiene como fin justificar la tenencia por parte del Indeval y el ejercicio de funciones y legitimar al Indeval para endosarlos al depositante que solicite su devolución. Las emisoras tendrán la obligación de expedir o canjear los títulos necesarios cuando así lo requiera el Indeval para atender las solicitudes de retiro de valores por ella custodiados.

El Indeval enviará a cada depositante, por lo menos una vez al mes, un estado de cuenta que contenga los movimientos registrados durante ese período. Los depositantes podrán objetar los asientos y movimientos dentro de los 15 días siguientes al recibo del estado de cuenta.

Cuando el emisor decreta la amortización de valores, deberá informar dicha resolución por escrito al Indeval el día siguiente de la adopción de la misma, debiendo el Indeval entregar la certificación correspondiente a la emisora dentro de los 60 días posteriores, debiendo la emisora cumplir con las obligaciones a su cargo, de lo contrario se informará a la CNBV dicho incumplimiento. El Indeval acreditará a los depositantes los derechos que ejerza el día hábil siguiente a aquel en que los haya hecho efectivos.

10. Marco Jurídico

El régimen jurídico al que se encuentran sujetas las OPCAs en el derecho positivo mexicano se encuentra compuesto fundamentalmente por: (i) la LMV, (ii) las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores emitidas por la CNBV, y (iii) por las Reglas Generales Aplicables a las Adquisiciones de Valores que deban ser Reveladas y de Ofertas Públicas de Compra de Valores (las "**Reglas de OPCAs**").

⁵¹ De acuerdo con el artículo 2 del Reglamento del Indeval, por depositantes debe entenderse cualquier socio del Indeval que le entregue valores en depósito. Pueden ser socios del Indeval el Banco de México, las casas de bolsa, las bolsas de valores, las instituciones de crédito, las compañías de seguros y de fianzas, las sociedades de inversión, sociedades operadoras de sociedades de inversión, y las instituciones financieras del exterior, entre otras.

Asimismo, resultan aplicables a las operaciones de esta naturaleza la Ley del Impuesto Sobre la Renta⁵² y la Ley de Competencia Económica,⁵³ entre otras. El contenido de dichas leyes no será analizado en esta tesis por exceder los límites propuestos para este trabajo.

10.1. Ley del Mercado de Valores⁵⁴

La LMV, expedida por el H. Congreso de la Unión en ejercicio de la facultad que le confiere la fracción X del artículo 73 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos para legislar en materia de intermediación y servicios financieros, constituye el cuerpo normativo de mayor jerarquía en la materia que nos ocupa.

En términos generales, la LMV regula la oferta pública de valores, la intermediación bursátil, las actividades de las personas que intervienen en el mercado de valores, el funcionamiento del RNV, así como las autoridades y los servicios en dicho mercado.

Los principios fundamentales consagrados en la LMV, según se desprenden del segundo párrafo del artículo primero, son: (i) procurar la protección de los intereses de los inversionistas, (ii) el desarrollo de un mercado de valores equitativo, eficiente, transparente y líquido, y (iii) minimizar el riesgo sistémico y fomentar una sana competencia en el mercado.

Los artículos que, por ocuparse en forma específica de OPCAs, resultan de mayor relevancia para efectos de nuestro trabajo son, entre otros, los siguientes:

- (i) El artículo 2 nos proporciona el concepto de oferta pública, así como el fundamento para la autorización previa por parte de la CNBV de toda oferta pública de valores;
- (ii) El artículo 3 señala aquellos instrumentos que para efectos de la LMV se consideran valores y, consecuentemente, la sujeción de éstos a dicho ordenamiento jurídico;
- (iii) El artículo 5 constituye el fundamento de la facultad de la CNBV para otorgar su previa autorización respecto de toda difusión de información sobre valores dirigida al público con fines de promoción y publicidad;

⁵² Diario Oficial de la Federación, México, 1º de enero de 2002 y de 16 de erratas del 24 de enero de 2002.

⁵³ Diario Oficial de la Federación, México, 24 de diciembre de 1992.

⁵⁴ Diario Oficial de la Federación, México, 2 de enero de 1975.

- (iv) El artículo 14 señala los requisitos que deberán cumplir las emisoras que pretendan obtener tanto la inscripción en la Sección de Valores del RNV, como la autorización por parte de la CNBV para la oferta pública de los valores inscritos;
- (v) El artículo 14 Bis 2, fracción IV, inciso d), confiere a la CNBV la facultad para emitir disposiciones de carácter general tendientes a salvaguardar los intereses de los inversionistas y del mercado en general que las emisoras deben adoptar previamente a la cancelación de la inscripción de sus valores ("Desliste");
- (vi) El artículo 15 Bis, quizá el de mayor relevancia en materia de OPCAs, otorga a la CNBV la atribución de emitir disposiciones de carácter general para regular las "ofertas públicas de compra" de valores, que contemplarán, entre otros puntos: (i) el contenido de la solicitud correspondiente, (ii) los términos y condiciones de la oferta, y (iii) la información que deberá ser revelada al público por el adquirente;
- (vii) El artículo 16, en su segundo párrafo, señala la facultad de la CNBV para negar su autorización para llevar a cabo una cancelación de inscripción de acciones ante el RNV hasta en tanto hayan quedado debidamente salvaguardados los intereses del público inversionista y del público en general;
- (viii) El artículo 53 señala: (i) la obligación a cargo de los involucrados de informar a la CNBV respecto de aquellas operaciones sucesivas o simultáneas que impliquen la transmisión de cuando menos el 10% de las acciones representativas del capital social de la sociedad de que se trate, tanto en forma previa como posterior a dichas operaciones, (ii) la obligación de la CNBV de informar, sin revelar los participantes, a la bolsa en que se encuentren registradas las acciones, y (iii) la facultad de la CNBV para determinar, mediante disposiciones de carácter general, los casos en los que el comprador deberá realizar una oferta pública en bolsa, así como los porcentajes mínimos y máximos que dicho adquirente deberá considerar como objeto de su oferta; y
- (ix) Los artículos 123 y 124 prohíben la difusión de información falsa y, consecuentemente, la creación de "mercados ficticios" a través de prospectos de información, documentos informativos o cualquier otro medio

masivo de comunicación, con el ánimo de evitar la libre interacción de la oferta y la demanda, así como provocar una variación artificial del volumen o precio de los valores cotizados.

10.2. Disposiciones Reglamentarias de la CNBV

Las disposiciones reglamentarias en materia bursátil que emite la CNBV encuentran fundamento en la fracción XXXVI del artículo 4 la Ley de la CNBV, así como en diversos artículos de la LMV. Para efectos del presente trabajo, las disposiciones reglamentarias de mayor relevancia son: por una parte las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores; y por el otro, las Reglas de OPCAs.

Las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores son una compilación de las disposiciones de carácter general que la CNBV ha emitido en relación con la inscripción de valores en el RNV y la oferta pública de los mismos, su mantenimiento en dicho registro, y la revelación de información que las emisoras deben proporcionar en el mercado para la adecuada toma de decisiones de inversión.

Mientras que las Reglas de OPCAs, publicadas en el DOF el 25 de abril de 2002, constituyen el cuerpo normativo específico para la regulación de las OPCAs en el mercado de valores mexicano.

A manera de preámbulo, es preciso destacar que de acuerdo con su Considerando, las Reglas de OPCAs tienen por objeto incrementar la transparencia y proporcionar medios para la protección de los intereses de los inversionistas en el mercado de valores.

Dicho propósito pretende lograrse a través de la regulación de: (i) la adquisición de valores que impliquen la toma de una participación significativa del capital social de una sociedad emisora, procurando asegurar un trato igualitario entre el público inversionista, y (ii) la revelación de información adecuada, precisa y oportuna, como elemento indispensable para la toma de decisiones, en particular, ante un eventual cambio de control corporativo.

• • • • •

CAPÍTULO II

CONCEPTO DE CONTROL

En objeto del presente capítulo, es realizar un análisis sobre el significado del término control tanto en la legislación mercantil y financiera, la doctrina nacional y extranjera, así como con base en los principios contables mexicanos e internacionales, con la finalidad de determinar lo que implica el término control, entender su clasificación, y entonces poder diferenciar entre un cambio de control de la asamblea de accionistas y un cambio de control de la sociedad.

1. Definición de Control

Tanto la doctrina como la legislación utilizan el término "control" de diversas maneras, entre las cuales destacan: (i) aquella que asemeja al control con las funciones del comisario, (ii) aquella que contempla al control como aquel 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, esto es, como dominio o mando.

Así, autores como Jorge Barrera Graf y Elvia Arcelia Quintana Adriano equiparan el término "control" con las facultades de control y vigilancia que ejercen los comisarios sobre las sociedades mercantiles. La LGSM en sus artículos 164 y 166 confiere a los comisarios amplias e importantes facultades, dentro de las cuales destacan el vigilar ilimitadamente y en todo momento todas las operaciones de la sociedad y el desempeño sus administradores.

Por otra parte, también se ha considerado que el término "control" se encuentra estrechamente vinculado con las facultades de inspección y vigilancia que ejercen la SHCP y la CNBV, entre otras autoridades, sobre las sociedades anónimas públicas. Dichas autoridades al igual que el comisario, gozan de amplias facultades⁵⁵ para inspeccionar y vigilar el buen funcionamiento y el cabal cumplimiento de todas las obligaciones de las diversas sociedades que forman parte del sistema financiero.

⁵⁵ Cfr. Artículos 2, 4, y 5 de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 28 de abril de 1995, así como los artículos 2, 5, 5 Bis-3, y 30 de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 18 de julio de 1990 y el artículo 41 fracción IX de la Ley del Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 2 de enero de 1975 y fe de erratas el 10 de febrero de 1975.

Ahora bien, el Diccionario de la Lengua Española⁵⁶ define la palabra "control" como: "la inspección, fiscalización, intervención; dominio, mando, o preponderancia".

Asimismo, se indica tanto en el Diccionario Jurídico Mexicano como en la Enciclopedia Jurídica Mexicana la definición del concepto "control" como: "La voz control, de reciente aceptación por el Diccionario de la Real Academia Española, procede del francés *contrôle*, y significa; inspección, fiscalización, intervención, dominio, mando, preponderancia. En esta última acepción, o sea, como actividad de dominio, mando o preponderancia, se usa el concepto en materia de sociedades, porque en el sentido de inspección, fiscalización e intervención, se habla más bien de labores de vigilancia y supervisión, ya sea través de un órgano especial de vigilancia, o ya sea de facultades legales que se otorgan a ciertas instituciones del Estado, como la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, e inclusive a secretarías de Estado, como la SHCP".⁵⁷

"Control implica, en efecto, predominio de una persona o de un grupo sobre otros, y en consecuencia la subordinación y el acatamiento por parte de otra u otras personas o de otro u otros grupos. Hay, pues, subordinación de un derecho subjetivo, o de derechos colectivos, a una decisión ajena, sometimiento en un caso y prevalencia en el otro. Supone, el control, por parte de la intervención de dos o más personas físicas o morales y por otra, la presencia de intereses distintos o contrapuestos, la de quien manda y controla y la de quien se somete y es controlado".⁵⁸

Debido a que el término "control" en materia de sociedades además de *dominio, mando, y/o preponderancia* de una parte sobre otra, también incluye los conceptos *inspección, fiscalización o intervención*, se han acuñado diversos conceptos de control, tales como los siguientes:

- (i) Control Activo: En el que una parte puede definir el destino de acción sin la necesidad de la participación de la otra parte (hay subordinación efectiva).
- (ii) Control Negativo o de Veto: En el que una parte puede impedir ciertas acciones unilaterales de la otra parte mediante la oposición a las mismas.

⁵⁶ Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, Tomo I, 22ª ed., Espasa Calpe, Madrid, 1996, p. 561.

⁵⁷ Enciclopedia Jurídica Mexicana, op. cit. supra, nota 24, Tomo II, p. 614.

⁵⁸ Idem.

- (iii) Control Compartido: En el que ninguna de las partes puede tomar acción alguna unilateralmente, sin el consentimiento de la otra.

Es importante señalar que hay una clara distinción entre el Control Activo, el Control Negativo y el Control Compartido.

De las acepciones que ha dado la doctrina distintas 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 sea dueño de la actividad económica de la empresa social".⁵⁹

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

Como se mencionó en el capítulo anterior, generalmente, a cada acción corresponde un voto en las asambleas de accionistas. Asimismo, todas las acciones confieren iguales derechos y obligaciones. (Art. 112 LGSM) 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. Sin embargo encontramos excepciones a dichos principios, las cuales se abordaran más adelante.

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".⁶⁰

En el entendido que el término es ambiguo y que recibe acepciones diferentes, J. Paillusseau define control dentro del contexto de las agrupaciones de sociedades como la posibilidad de dirigir los asuntos sociales de manera absoluta sin tener que rendir cuentas a nadie. Además señala que controlar una sociedad significa detentar el control (sic) de los

⁵⁹ Champaud, C., *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, Sirey, París, 1962, p. 91.

⁶⁰ Enciclopedia Jurídica Mexicana, op. cit. *supra*, nota 24, Tomo II, p. 614.

bienes sociales (del derecho de disponer como propietario) de tal suerte que sea el director de la actividad económica de la empresa social.

Por otro lado, el autor español Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete 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".⁴¹

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 (*Securities Exchange Act of 1934*), la cual 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.

Existen otras definiciones e interpretaciones del término "control", las cuales se analizarán en las siguientes secciones, incluyendo, las planteadas en otras leyes, y disposiciones, así como en las definiciones contables y doctrinales.

2. Tipos de Control

Como puede apreciarse, el principio de democracia en el capital social no siempre resulta aplicable. En consecuencia, 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.

⁴¹ Zurita y Sáenz de Navarrete, Jaime, op. cit. *supra*, nota 26, p. 3.

2.1. Clasificación de M. A. Weinberg

El autor inglés M. A. Weinberg⁶² considera que existen diversos grados de control en las sociedades mercantiles, los cuales describo brevemente a continuación:

- (i) Propiedad Total del Capital Social. Implica la propiedad total de las acciones en que se divide el capital social. En este grado de control no hay duda alguna sobre quien detenta el control, ya que la totalidad de las acciones se encuentra en manos de una sola persona. En este tipo de sociedades, el dueño puede manejar la empresa o sociedad según convenga a sus intereses en virtud de que no hay socios a quienes consultar o rendir cuentas.
- (ii) Control Mayoritario o de Voto. El segundo grado de 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 tipo de control es casi absoluto, sin embargo 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.
- (iii) Control Minoritario o Efectivo. 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 tienen 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

⁶² Weinberg, M.A., *Take-overs and Mergers*, 5ª ed., Sweet & Maxwell, Ltd., Londres, 1989, p. 22.

administrado a la sociedad durante muchos años y por tanto, tienen una gran influencia sobre los órganos de su representación.

- (iv) *Management Control*. El cuarto grado de control es aquel al que se le denomina *management control*. Este tipo de 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 tienen 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 lo tanto, las casas de bolsa, como depositarias 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 Adolf Augustus Berte: "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 cartapoder. Casi invariablemente votan sus acciones a favor de la administración. Su función es invertir no controlar".⁶³ 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

⁶³ Berte, Adolf A. y Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, William's Hein & Co., Nueva York, E.U.A., 1982.

casas de bolsa o bancos. (e.g. Citigroup, en donde ningún accionista es tenedor del más del 5% de las acciones representativas del capital social.)⁶⁴

2.2. Clasificación de Adolf Augustus Berle y Gardiner C. Means

En el año de 1934, los maestros de la Universidad de Columbia, Adolf Augustus Berle y Gardiner C. Means ("Berle y Means") escribieron el libro denominado *The Modern Corporation and Private Property*.⁶⁵ 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 de América ("E.U.A."), surge la teoría de la divergencia entre la propiedad y el control.

Estos autores sostienen que el crecimiento del capital social de las sociedades 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 el sector ferroviario, público e industrial, ninguna persona era tenedora de acciones que representaran el 1% ó más del capital pagado. A través de diversas gráficas, los autores demuestran que entre más cuantioso es el capital, mayor es la dispersión accionaria. Ambos autores se cuestionaron sobre la forma en que esas enormes sociedades eran controladas, ya que nadie tenía en ellas una posición mayoritaria.

Del estudio realizado, los maestros Berle y Means formularon la siguiente clasificación sobre las cinco maneras existentes para controlar a las empresas públicas:

- (i) Control fundado sobre la propiedad casi total (quien posee el 51% ó más de los derechos de voto);
- (ii) Control mayoritario (quien posee una amplia minoría del capital, estando el resto ampliamente disperso);
- (iii) Control por medio de instrumentos jurídicos (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);
- (iv) Control de los administradores ("Management Control"); y

⁶⁴ Página de Internet de Citigroup, Inc., www.citigroup.com/citigroup/fin/data/or03cp.pdf

⁶⁵ Berle Adolf A. y Gardiner C. Means, *op. cit. supra*, nota 63.

(v) Control de minoría.

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

En primer lugar existe el control simple, el cual implica la posesión del 51% ó 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 tienen la facultad de adoptar las políticas a seguirse por la sociedad así como la facultad para nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración. Por lo tanto, quien tenga la facultad de designar a la mayoría de los miembros del consejo de administración tendrá el control de dicha sociedad, en virtud de que la designación de dichos consejeros corresponde a los accionistas.

En segundo lugar, Berle y Means hablan del control que maneja 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 se lograba siempre y cuando 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 podía 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 funcionaba 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 E.U.A. el primero de estos casos donde la administración estuvo en desacuerdo con el accionista tenedor de una amplia minoría del capital social, a continuación resumiré dicho caso por ser un buen ejemplo para ello.⁶⁶

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, el Coronel Stewart, se vio involucrado en ciertas operaciones que fueron comentadas por haber sido poco éticas. En tal virtud, Rockefeller pidió a Stewart que renunciara 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 centavos de dólar por acción, lo cual benefició la reputación de Stewart frente a los accionistas. Por lo que John D. 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, Berle y Means desarrollan la figura del control que detenta el *management*, o sea los directivos de la sociedad. Este supuesto se da en caso de que el

⁶⁶ Berle Adolf A. y Gardiner C. Means, *op. cit. supra*, nota 63, p. 68.

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 sociedad, surgen tres alternativas en cuanto a las asambleas en que se eligen consejeros: (i) pueden 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 los supuestos anteriores, los accionistas tienen el control, y por lo 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.

Por último, la quinta 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 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 los años cuarentas destacaban los siguientes mecanismos:

- (i) La piramidación de inversiones a través de las cuales se controlaba la *holding*⁴⁷ 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;
- (ii) 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;
- (iii) La emisión de acciones a las cuales correspondían más 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; y
- (iv) La constitución de 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 los directivos de la sociedad. En este supuesto, los accionistas fundadores y los administradores controlaban la empresa con participaciones reducidas del capital.

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

⁴⁷ *Holding* es una sociedad cuya única función es ser tenedora de acciones de otras sociedades o subsidiarias, sin tener operaciones. Vid. *infra*, cap. II, Generalidades de las Sociedades Controladoras, p. 49.

Asimismo, Berle y Means señalan que, en virtud 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, con la salvedad de que quien 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 sociedades 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 como porcentajes poco significativos del capital social, quienes mantienen una gran influencia sobre las empresas.

2.3. Control Negativo o de Veto

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

En resumen y después del análisis anterior, puedo señalar que en la actualidad se han acuñado diversos términos para describir los distintos grados de control en materia de sociedades mercantiles, a saber: (i) Control Activo aquel en que una parte puede definir el destino de acción sin la necesidad de la participación de la otra parte (hay subordinación

efectiva), (ii) Control Pasivo mediante el cual se pueden vetar ciertas decisiones pero no pueden tomar acciones en forma unilateral, y (iii) Control Compartido es aquel en el que ninguna de las partes puede tomar acción alguna unilateralmente, sin la aceptación de la otra.

3. Generalidades de las 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 LGSM en el artículo 6 fracción V, establece que las personas físicas y morales pueden constituir sociedades.

3.1. Concepto de Sociedad Controladora

Con el tiempo, surgió la distinción entre sociedades controladoras puras y las sociedades controladoras mixtas o impuras. Las sociedades controladoras puras tienen como objeto principal el invertir sus recursos en acciones de otras sociedades a las cuales dominan; su finalidad es lograr tener la facultad de determinar al manejo de sus subsidiarias. Mientras que las sociedades controladoras impuras, 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 sociedades 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 LMV antes de la reforma del primero de junio de 2001, contemplaba a estos dos tipos de sociedades. Por una parte, en el artículo 14, fracción V inciso a), definía a las sociedades controladoras impuras como aquellas 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 RNV), 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".

El criterio expuesto indicaba que si una sociedad obtenía el 20% o más de sus ingresos de las inversiones que había realizado en otras sociedades, debería considerársele como una empresa controladora irregular ya que de lo contrario, de ser una sociedad ordinaria, obtendría ingresos superiores de la explotación de su propia industria, siendo accesoria la inversión en acciones.

Por otra parte, el ordenamiento invocado en el inciso b) del mismo precepto, definía 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% ó 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".

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 CNBV decidió establecer una serie de medidas tendientes a protegerlos, al surgir problemas como los siguientes:

(i) La piramidación o cruzamiento de los capitales de las empresas controladoras con las controladas. Esto se refería a la adquisición de acciones representativas del capital de la controladora, por la controlada, lo cual causaba la elevación irreal del monto del capital social ya que las acciones no se pagaban y todo acababa realizándose a través de movimientos contables.

A fin de evitar esta piramidación de capital que atentaba contra los intereses del público inversionista, la CNBV exigió como requisito indispensable para inscribir las acciones de las controladoras en el RNV, que dichas sociedades prohibieran en sus estatutos el que las sociedades controladas adquirieran acciones de éstos.

(ii) 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 era realmente nominal más no real. Al vender el paquete minoritario de la sociedad controlada al público, la controladora se hacía de recursos conservando al mismo tiempo el control.⁶⁸

Ahora bien, la vigente Ley para Regular las Agrupaciones Financieras ("**LAF**") en el título tercero, capítulo primero, contempla la regulación de las sociedades controladoras y las define como: aquellas sociedades propietarias en todo tiempo, de acciones con derecho a voto que representen por lo menos el 51% del capital pagado de cada uno de los integrantes del grupo. Dichas sociedades tendrán por objeto adquirir y administrar acciones emitidas por los integrantes del grupo y en ningún caso las sociedades controladoras podrán celebrar operaciones que sean propias de las entidades integrantes del grupo. (Arts. 15 y 16 LAF)

Las Reglas para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros⁶⁹ en la fracción quinta de la segunda regla define a la controladora como: la sociedad que de conformidad con el título tercero de la LAF, se constituya para la adquisición y administración de las acciones de las entidades financieras y de las empresas.

Por otro lado las Reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior⁷⁰ en la primera regla define a: (i) la Filial, (ii) la Institución Financiera del Exterior ("**IFE**"), (iii) la Sociedad Controladora Filial, y (iv) la Sociedad Relacionada de la siguiente manera:

"Filial" es aquella sociedad mexicana, en cuyo capital participe mayoritariamente una IFE o una sociedad controladora filial, autorizada para organizarse y operar, o para ser inscrita en la sección de Intermediarios del RNV.

"Institución Financiera del Exterior" es aquella entidad financiera constituida en un país con el que México haya celebrado un tratado o acuerdo internacional en virtud del cual se permita el establecimiento en territorio nacional de filiales.

⁶⁸ Cfr. 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, CNBV, México, D.F., 1979.

⁶⁹ Diario Oficial de la Federación, México, 23 de enero de 1991.

⁷⁰ Diario Oficial de la Federación, México, 21 de abril de 1994.

"Sociedad Controladora Filial" es aquella sociedad mexicana autorizada para constituirse y funcionar como sociedad controladora de un grupo financiero en los términos de la LAF, y en cuyo capital participe mayoritariamente una IFE o una Sociedad Relacionada.

Por último la Sociedad Relacionada es aquella sociedad constituida en el país de origen de la IFE, que se encuentre en cualquiera de los siguientes supuestos: (i) que sea controlada por la IFE, (ii) que controle a la IFE, o (iii) que sea controlada por la misma sociedad que controla a la IFE.

3.2. Información que deben divulgar las Sociedades Controladoras

En virtud de que se presentaron problemas de información respecto de las sociedades controlada y controladora, y a fin de que los accionistas minoritarios de las empresas controladoras estuvieran al tanto de la situación financiera de éstas, se fijaron diversas obligaciones a las sociedades controladoras emisoras a fin de salvaguardar los derechos del público inversionista.

3.2.1. Información Financiera, Económica, Contable y Administrativa

De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 33 de las Disposiciones Generales, las sociedades controladoras con valores inscritos en la Sección de Valores, deberán proporcionar a la CNBV, a la BMV y al público inversionista, la información financiera, económica, contable y administrativa que a continuación se señala, en la forma y con la siguiente periodicidad:

(i) Informe Anual. El tercer día hábil inmediato siguiente a la fecha de celebración de la asamblea general ordinaria de accionistas que resuelva acerca de los resultados del ejercicio social, que deberá efectuarse dentro de los 4 meses posteriores al cierre de dicho ejercicio:

- (a) El informe del consejo de administración presentado a la asamblea de accionistas, autenticado por el secretario del consejo, en el que además se contenga el reporte a que hace referencia el artículo 14 Bis 3, fracción V, inciso a) de la LMV;
- (b) El informe de los comisarios a que hace referencia el artículo 166 de la LGSM;
- (c) Los estados financieros anuales dictaminados por auditor externo de la emisora, así como de sus Asociadas que contribuyan con más de 10% en sus

utilidades o activos totales consolidados, exceptuando a las sociedades de inversión, cuando la emisora sea entidad financiera; y

- (d) La comunicación suscrita por el secretario del consejo de administración, en la que manifieste el estado de actualización que guardan los libros de actas de asambleas de accionistas, de sesiones del consejo de administración, de registro de acciones y, tratándose de sociedades anónimas de capital variable, el libro de registro de aumentos y disminuciones del capital social.

(ii) A más tardar el 30 de junio de cada año:

- (a) El reporte anual correspondiente al ejercicio social inmediato anterior, elaborado conforme al instructivo de las Disposiciones Generales; y
- (b) El informe correspondiente al ejercicio social inmediato anterior, relativo al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas.

(iii) Información Trimestral. Dentro de los 20 días hábiles siguientes a la terminación de cada uno de los primeros trimestres del ejercicio social y dentro de los 40 días hábiles siguientes a la conclusión del cuarto trimestre, los estados financieros, así como la información económica, contable y administrativa que se precise en los formatos electrónicos correspondientes, los que deberán contener una actualización del reporte anual relativa a los comentarios y análisis de la administración sobre los resultados de operación y situación financiera de la sociedad, comparando cuando menos las cifras del trimestre de que se trate con las del mismo período del ejercicio anterior.

3.2.2 Información Jurídica

Las sociedades controladoras con valores inscritos en la Sección de Valores, deberán proporcionar a la CNBV, a la BMV y al público inversionista, además de la información señalada en el artículo 33 de las Disposiciones Generales, la siguiente información jurídica:

(i) El día de su publicación, la convocatoria a las asambleas de accionistas, así como a las asambleas de obligacionistas y tenedores de otros valores. El orden del día respectivo deberá especificar de manera clara cada uno de los asuntos que van a tratarse en la asamblea.

(ii) El día hábil inmediato siguiente al de celebración de la asamblea de que se trate:

- (a) El resumen de los acuerdos adoptados en la asamblea de accionistas que se celebre en cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 181 de la LGSM, que incluya expresamente la aplicación de utilidades y, en su caso, el dividendo decretado, número del cupón o cupones contra los que se pagará, así como lugar y fecha de pago;
- (b) El resumen de los acuerdos adoptados en asambleas de accionistas distintas a las mencionadas en el inciso anterior, así como de las asambleas de obligacionistas y tenedores de otros valores.

(iii) Dentro de los 5 días hábiles siguientes a la celebración de la asamblea de accionistas, de obligacionistas o de tenedores de otros valores, según corresponda:

- (a) La copia autenticada por el secretario del consejo de administración de la sociedad o por persona facultada para ello, de las actas de asambleas de accionistas, acompañada de la lista de asistencia firmada por los escrutadores designados al efecto, indicándose el número de acciones correspondientes a cada socio y, en su caso, por quien esté representado, así como el total de acciones representadas.

A la lista de asistencia se anexarán copias de las constancias y, en su caso, del listado de titulares a que se refiere el artículo 78 de la LMV;

- (b) La copia autenticada por el presidente de la asamblea, de las actas de asambleas generales de obligacionistas y tenedores de otros valores, acompañadas de la lista de asistencia firmada por los obligacionistas y tenedores de los valores o sus representantes y por los escrutadores designados al efecto, indicando el número de valores correspondientes a cada obligacionista o tenedor de valores, así como el total de los valores representados; y
- (c) La copia autenticada por el secretario del consejo de administración de los estatutos sociales de la sociedad, en el evento de que se hayan acordado modificaciones en la asamblea correspondiente.

(iv) El día que lo acuerde la sociedad, según corresponda, dependiendo del tipo de valor de que se trate:

- (a) El aviso a los accionistas para el ejercicio del derecho de preferencia que les corresponda, con motivo de aumentos en el capital social y la consecuente emisión de acciones cuyo importe deba exhibirse en efectivo;
- (b) El aviso de entrega o canje de acciones, obligaciones y otros valores;
- (c) El aviso para el pago de dividendos, en el que deberá precisarse el monto y proporciones de éstos o, en su caso, pago de intereses;
- (d) Cualquier otro aviso dirigido a los accionistas, obligacionistas, titulares de otros valores o al público inversionista.

(v) El 30 de junio de cada 5 años, la protocolización de la asamblea general de accionistas en la que se hubiere aprobado la compulsión de los estatutos sociales de la sociedad con los datos de inscripción de la sociedad en el RPC.

Se entenderá por cumplida la obligación de proporcionar la información a que hace referencia esta disposición, cuando se entregue por el representante común de los tenedores de los valores de que se trate.

3.3. Transferencia de acciones de las Sociedades Controladoras

La CNBV a través de las Reglas de OPCAs, ha establecido ciertas disposiciones a fin de incrementar la transparencia y proporcionar medios para la protección de los inversionistas en el mercado de valores. Es evidente que resulta necesario dar a conocer la forma y términos en que los miembros del consejo de administración y directivos de las sociedades controladoras deben reportar a la CNBV, a la BMV y al público inversionista, las operaciones que realicen con valores emitidos por las sociedades a las que se encuentran vinculados.

Por lo anterior, las Reglas de OPCAs fijan la normatividad mínima que deben observar todos los participantes en el mercado de valores en la adquisición o enajenación de valores que impliquen una participación significativa del capital social de la sociedad emisora.

En este sentido, y ante la posibilidad de un eventual cambio de control corporativo, la CNBV obliga a todas las personas que teniendo menos del 10% del capital social de la sociedad emisora, adquieran directa o indirectamente acciones o certificados de participación y que como consecuencia de ello, resulte en una tenencia igual o mayor al

10% y menor al 30% del capital social de la emisora, deberán proporcionar un aviso a la CNBV, a más tardar el día hábil siguiente al que se celebró la operación.

Por otro lado, los miembros del consejo de administración y los directivos de la sociedad que incrementen en un 5% la tenencia de acciones de la emisora a la que se encuentran vinculados, deberán informar sobre dicho hecho a la CNBV y a la BMV a fin de difundirlo entre el público inversionista, así como si tienen o no la intención de adquirir o aumentar su participación en el capital.

Asimismo, los consejeros y directivos de la sociedad deberán informar a la CNBV dentro de los cinco días hábiles posteriores a la terminación de cada trimestre sobre las adquisiciones o enajenaciones sobre las acciones de la emisora, siempre que el importe total operado dentro de dicho período sea igual o superior a 500,000 unidades de inversión ("UDIS").⁷¹ De igual manera, cuando las enajenaciones o adquisiciones efectuadas en un plazo de cinco días hábiles alcancen dicho monto, deberá informarse a la CNBV al día siguiente al que se alcance dicho monto.

Por lo que se refiere a la adquisición de valores objeto de una oferta pública, toda persona que pretenda obtener la mitad más uno de los valores con derecho a voto en una emisora, mediante una o varias operaciones, deberá efectuar una oferta por el 100% del capital social de la emisora y deberá sujetarse a las disposiciones de la LMV, las Disposiciones Generales y las Reglas de OPCAs.

3.4. Tratamiento Fiscal de las Controladoras

La Ley del Impuesto Sobre la Renta ("ISR") reformada el primero de enero del año 2002, da un tratamiento fiscal especial a las sociedades controladoras. De acuerdo al artículo 64 de dicho ordenamiento, son sociedades controladoras las que reúnen los siguientes requisitos:

- (i) Ser sociedades residentes en México;
- (ii) Ser propietarias de más del 50% de las 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

⁷¹ Al 2 de julio de 2001, el valor de una unidad de inversión era de \$2,988,694 pesos M.N. al 25 de junio de 2003, su valor fue de \$3,272,020 pesos M.N.

- (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 SHCP.

Por otra parte, la LISR en el artículo 66 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; y/o
- (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.

Asimismo, la LISR en el artículo 67 fracción segunda, establece que las instituciones de crédito, de seguros, las organizaciones auxiliares de crédito, las sociedades de inversión y las casas de bolsa no se consideran, 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 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 invierta 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.

En el pasado, la LISR incluía la posibilidad de que una empresa fuera considerada como sociedad controlada para efectos de consolidación fiscal aún y cuando la controladora no fuera titular de 50% o más de las acciones con derecho a voto, si la controladora tenía el "control efectivo" sobre las mismas. El control efectivo de una sociedad controladora o controlada existía cuando: "... a) cuando las actividades mercantiles de la sociedad de que se trate se realizan preponderantemente con la

sociedad controladora o las controladas; b) cuando, 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... o c) cuando la controladora o las controladas tenga 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".

Anteriormente, se entendía que existía "control efectivo", cuando:

- (i) Las actividades mercantiles de la sociedad de que se trate se realizan preponderantemente con la sociedad controladora a las controladoras;
- (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; y/o
- (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.

El concepto de "control efectivo", que se recoge en la reciente LISR, ya no es para efectos de consolidación fiscal, sino para determinar que se entiende como una "sola persona moral" para efectos del impuesto sustitutivo del crédito al salario, siendo el concepto de "control efectivo", el descrito en el párrafo anterior.

Por lo anterior, parece evidente que la legislación fiscal se refiere primordialmente a la tenencia accionaria como evidencia y medida de control, sin embargo, cuando se refiere o refería a "control efectivo" lo hace claramente a Control Activo ("influencia preponderante en las operaciones de la empresa").

4. 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 analizaré diferentes ordenamientos jurídicos que se refieren al tema del control de las sociedades.

4.1. Ley de Concursos Mercantiles

La Ley de Concursos Mercantiles ("**LCM**") publicada en el DOF el 13 de mayo de 2000, la cual sustituyó a la Ley de Quiebras y Suspensión de Pagos de 1943, en el artículo 15 define a la sociedad controladora y a la sociedad controlada. Dicha ley las define de la siguiente manera:

Sociedades Controladoras son aquellas: "...que reúnan los siguientes requisitos:..II. Que sean propietarias de más del 50% de las 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..."

Mientras que: "se consideran sociedades controladas aquéllas en las cuales más del 50% de sus acciones con derecho a voto sean propiedad, ya sea en forma directa, indirecta o de ambas formas, de una sociedad controladora..."

La LCM copia casi de manera literal a la legislación fiscal, ya que solamente se refiere exclusivamente a la tenencia accionaria como evidencia y medida de control. Esta ley no aporta argumentos contra la interpretación de que el objetivo de la Ley de Inversiones Extranjeras es evitar que los inversionistas extranjeros adquieran Control Activo como sí sucede en otras leyes.

4.2. Legislación Financiera

4.2.1. Ley para Regular las Agrupaciones Financieras

La LAF señala que las sociedades controladoras deberán tener el control de las asambleas generales de accionistas y la administración de todos los integrantes de cada grupo. Además deberán ser propietarias, en todo momento, de acciones con derecho a voto que representen por lo menos el 51% del capital pagado de cada uno de los representantes del grupo, así como de estar en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración de cada uno de los integrantes del grupo.

También establece que se requiere autorización para que cualquier grupo de personas adquiera, directa o indirectamente, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultaneas o sucesivas, el control de una sociedad controladora.

"...se entenderá que se obtiene el control de una sociedad controladora cuando se adquiera el 30% o más de las acciones representativas del capital social de la propia sociedad, se tenga el control de la asamblea general de accionistas, se esté en posibilidad

de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, o por cualquier otro medio se controle a la sociedad controladora de que se trate". (Art. 20 LAF)

4.2.2. Ley de Instituciones de Crédito

Por otro lado, la Ley de Instituciones de Crédito ("**LIC**") señala que se requiere autorización para que cualquier grupo de personas adquiera, directa o indirectamente, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas, el control de una institución de banca múltiple.

"...se entenderá que se obtiene el control de una institución de banca múltiple cuando se adquiera el 30% de las acciones representativas del capital social de la propia sociedad, se tenga el control de la asamblea general de accionistas, se esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, o por cualquier otro medio se controle a la institución de banca múltiple de que se trate". (Art. 17 LIC)

4.2.3. Ley del Mercado de Valores

La LMV señala que se requiere autorización para que cualquier grupo de personas adquiera, directa o indirectamente, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas, el control de una casa de bolsa o especialista bursátil.

"...se entenderá que se obtiene el control de una casa de bolsa o especialista bursátil cuando se adquiera el 30% de las acciones representativas del capital social de la propia sociedad, se tenga el control de la asamblea general de accionistas, se esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, o por cualquier otro medio se controle a la casa de bolsa de que se trate". (Art. 19 Bis LMV)

4.2.4. Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros

La Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros ("**LGISMS**"), señala que se requiere autorización para que cualquier grupo de personas adquiera, directa o indirectamente, mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas, el control de una institución de seguros.

Para efectos de esta ley, se entiende que se obtiene el control de una institución de seguros cuando: "...se adquiera el 30% o más de las acciones representativas del capital social pagado de la propia sociedad, se tenga el control de la asamblea general de accionistas, se esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de

administración, o por cualquier otro medio se controle a la institución de seguros de que se trate". (Art. 29 fracción II inciso e) LGISMS)

4.2.5. Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito

La vigente Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito ("**LGOAAC**") establece como uno de los requisitos para establecer una organización auxiliar del crédito se encuentra el que "...La inversión mexicana en todo caso deberá mantener la facultad de determinar el manejo y control efectivo de la empresa. La inversión extranjera deberá hacerse constar en una serie especial de acciones y en ningún caso podrá exceder del 49% del capital pagado de la sociedad...". (Art. 8 fracción III, LGOAAC) establece claramente que el objetivo de la restricción es el que los inversionistas mexicanos no pierdan el Control Activo.

En la fracción IV del artículo 8 de la LGOAAC se establece que en ninguna persona podrá adquirir directa o indirectamente mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultáneas o sucesivas, el control de acciones por más del 10% del capital social pagado de una organización auxiliar del crédito o de una casa de cambio. Sin embargo hay algunas excepciones a esta disposición, por lo que se exceptúa a: (i) el Gobierno Federal, (ii) las instituciones de crédito, de seguros y casas de bolsa, (iii) las sociedades controladoras a que se refiere la LAF, (iv) los accionistas de y las organizaciones auxiliares del crédito, y de casas de cambio que adquieren acciones conforme a lo previsto en los programas aprobados por la SHCP, y (v) las IFE, directa o indirectamente, o a las sociedades controladoras filiales que adquieren acciones de cualquier serie conforme a los programas aprobados por la SHCP.

Puedo concluir que la legislación financiera se refiere claramente al Control Activo al establecer como medidas y evidencia de control el que se tenga el control de la asamblea general de accionistas, se esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, o por cualquier otro medio se controle a la institución financiera de que se trate.

5. Concepto de Control Conforme a los Principios de Contabilidad

5.1. Principios Contables Mexicanos⁷²

El Boletín A-1 se refiere a la teoría básica de la contabilidad financiera mientras que el Boletín B-8 se refiere a los estados financieros consolidados y combinados y valuación de inversiones permanentes en acciones.

5.1.1. Principios de Entidad y Revelación Suficiente en el Boletín A-1

El Boletín A-1 establece como dos de los principios básicos de la contabilidad, el de "entidad" y el de "revelación suficiente", como sigue:

La actividad económica es realizada por entidades identificables, las que constituyen combinaciones de recursos humanos, recursos naturales y capital, coordinados por una autoridad que toma decisiones encaminadas a la consecución de los fines de la entidad.

A la contabilidad, le interesa identificar a la entidad que persigue fines económicos particulares y que es independiente de otras entidades. Se utilizan para identificar una entidad dos criterios: (i) conjunto de recursos destinados a satisfacer alguna necesidad social con estructura y operación propios, y (ii) centro de decisiones independiente con respecto al logro de fines específicos, es decir, a la satisfacción de una necesidad social.

Por tanto, la personalidad de un comerciante es independiente de la de sus accionistas o propietarios y en sus estados financieros sólo deben incluirse los bienes, valores, derechos y obligaciones de este ente económico independiente. La entidad puede ser una persona física, una persona moral, una combinación de varias de ellas, o incluso alguna figura sin personalidad jurídica como la asociación en participación o el fideicomiso, ya que para efectos económicos la entidad trasciende la personalidad jurídica.

Por lo que parece evidente que el principio de entidad requiere de: (i) un conjunto de recursos destinados a satisfacer alguna necesidad social, (ii) con estructura y operación propios, y (iii) centro de decisiones independiente.

⁷² Cfr. Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C., 16ª ed., México, 2001.

Lo anterior, indica que para que una sociedad sea considerada como parte de una entidad, alguna otra persona debería tener un Control Activo sobre ella (de otra manera, sería una entidad con centro de decisión independiente).

5.1.2. Principios de Entidad y Revelación Suficiente en el Boletín B-8

El concepto financiero o económico del término "entidad" es distinto del concepto jurídico. Para efectos contables, una entidad puede estar conformada por diversas personas jurídicas independientes, siendo la entidad el centro de decisiones del negocio. Por lo que para presentar la situación financiera de la entidad, se realiza la consolidación de estados financieros.

El establecer que los estados financieros de una empresa controladora, que no incluye la consolidación de los estados financieros de sus subsidiarias, cumple con principios de contabilidad generalmente aceptados, contradice los conceptos básicos de entidad y de revelación suficiente, por las siguientes razones:

- (i) El concepto de entidad económica es más amplio y adecuado que el concepto de entidad legal, para efectos contables.
- (ii) Atendiendo a lo anterior, al no incorporarse en forma completa la información financiera de las subsidiarias, los estados financieros de la empresa controladora no presentan en forma clara y comprensible todo lo necesario para juzgar la situación financiera de la entidad y los resultados de operación, según lo define el concepto básico de revelación suficiente.

Las razones anteriores tienen su fundamento en los párrafos de Antecedentes de este mismo boletín al señalar:

- (i) "Conforme al principio contable de entidad se hace necesario identificar el centro de decisiones que persigue fines económicos particulares y es independiente de otras entidades";
- (ii) "Por razones de propiedad del capital y de facultad de tomar decisiones, la compañía controladora y sus subsidiarias integran una entidad económica"; y
- (iii) "La información relativa a las relaciones de la compañía controladora y sus subsidiarias con terceros, así como el efecto de estas relaciones en la situación financiera y los resultados de operación de la entidad económica que

integran, no puede ser comunicada a través de estados financieros individuales de la compañía controladora".

El Boletín B-8 reafirma las conclusiones del Boletín A-1 en torno a que la para que una sociedad deba de integrarse a una entidad para efectos contables, otra persona deberá de ejercer un Control Activo sobre la misma. Este boletín define a las inversiones permanentes en acciones como aquellas efectuadas en títulos representativos del capital social de otras empresas con la intención de mantenerlas por un plazo indefinido. Generalmente estas inversiones se realizan para ejercer un control o tener injerencia sobre otras empresas; aunque puede haber otras razones para realizar este tipo de inversiones.

Asimismo, define el término control como: "el poder de gobernar las políticas de operación y financieras de una empresa, a fin de obtener beneficio de sus actividades. Se considera que se tiene el control de otra empresa cuando se posee directa o indirectamente, a través de subsidiarias, más del 50% de las acciones en circulación con derecho a voto de la compañía emisora, a menos que se demuestre que se ha cedido el poder para gobernar la empresa".

Una participación accionaria del 50% o menos puede representar control, si se tiene el poder en cualquiera de las siguientes formas:

- Poder sobre más del 50% de los derechos de voto en virtud de un acuerdo formal con otros accionistas;
- Poder derivado de los estatutos o acuerdo formal de accionistas para gobernar las políticas de operación y financieras de la empresa;
- Poder para nombrar o remover a la mayoría de los miembros del consejo de administración o del órgano que efectivamente gobierne las políticas de operación y financieras de la empresa; o
- Poder formal para decidir la mayoría de los votos del consejo de administración u órgano de gobierno actuante.

Asimismo encontramos otras definiciones que se encuentran relacionadas con el concepto de control, tal y como son:

"Compañía Tenedora" es aquella que tiene inversiones permanentes, a las que se refiere este boletín.

"Compañía Controladora" es aquella que controla una o más subsidiarias.

"Subsidiaria" es la empresa que es controlada por otra, conocida como controladora.

"Asociada" es una compañía en la cual la tenedora tiene influencia significativa en su administración pero sin llegar a tener control de la misma.

"Influencia Significativa" es el poder para participar en la decisión de las políticas de operación y financieras de la empresa en la cual se tiene la inversión, pero sin tener el poder de gobierno sobre dichas políticas. Se considera que a menos que se demuestre lo contrario, existe influencia significativa cuando una empresa posee directa o indirectamente, a través de subsidiarias o asociadas, más del 10% de las acciones ordinarias en circulación con derecho a voto de la compañía emisora.

También existe influencia significativa cuando la inversión representa menos del 10% del poder de voto, en cualquiera de los siguientes casos:

- Tener nombrados consejeros, sin que éstos sean mayoría;
- Participación en el proceso de definir las políticas de operación y financieras;
- Transacciones importantes entre la compañía tenedora y la asociada;
- Intercambio de personal gerencial; o
- Proveer información técnica esencial.

La existencia de una accionista que tenga el control no impide que otro accionista tenga influencia significativa.

"Afiladas" son aquellas compañías que tienen accionistas comunes o administración común significativos.

Parece evidente que la definición de control requiere de Control Activo (poder de gobernar las políticas de operación y financieras de una empresa).

El Boletín B-8 distingue diversos grados de injerencia de una sociedad en otra, a saber: (i) control, que corresponde a Control Activo, (ii) Influencia Significativa, que incluye participar en decidir las políticas de operación y financieras de la empresa, pero sin tener el poder de gobierno sobre dichas políticas, y (iii) inversiones permanentes en acciones que no otorgan ni control ni influencia significativa.

No obstante lo anterior, los principios aquí resumidos no son absolutos, sino que admiten excepciones y variaciones, de manera que: (i) aún cumpliéndose alguna presunción de control, una sociedad puede no considerarse como sociedad controlada o controlante, y (ii) se permite el empleo de método de consolidación aún sin haber Control Activo.

Parece evidente que el principio de entidad requiere de: (i) un conjunto de recursos destinados a satisfacer alguna necesidad social, (ii) con estructura y operación propios, y (iii) centro de decisiones independiente.

Lo anterior, parece indicar que para que una sociedad sea considerada como parte de una entidad, alguna otra persona debería tener un Control Activo sobre ella (de otra manera, sería una entidad con centro de decisión independiente).

En adición a lo anterior, cabe mencionar que el Boletín C-13, el cual se refiere a partes relacionadas, también nos proporciona la definición de "control" en los mismos términos que el Boletín A-1 y B-8.

5.2. Principios Contables Internacionales⁷³

Los Principios Contables Internacionales, son aquellos emitidos por el *International Accounting Standards Board* y avalados por el *American Institute of Certified Public Accountants*. Son tres los principios o métodos generales para determinar el control, a saber: el de método de consolidación total, el método de participación, y el método de consolidación proporcional. Por exceder los límites del presente trabajo, solamente se abordará el principio de consolidación proporcional.

El principio general consiste en que cualquier socio que posea control conjunto (*venturer*) de una sociedad controlada conjuntamente (*jointly controlled entity*) debe emplear el método de consolidación proporcionada al reflejar su participación en dicha sociedad mientras posea tal control conjunto; lo anterior significa: (i) el estado de posición financiera de dicho socio deberá incluir su participación en los activos que controla conjuntamente, y su participación en los pasivos por los que es conjuntamente responsable, y (ii) su estado de resultados consolidado debe incluir su participación en los ingresos y gastos de la sociedad controlada conjuntamente.

⁷³ Principios Contables Internacionales, International Accounting Standards Board, www.sec.gov/rules/concept/34-42430.htm

Para efectos de lo anterior, se entiende por "control conjunto" la participación conjunta en el control de una actividad económica, acordada contractualmente; mientras que el término "sociedad controlada conjuntamente" significa aquella coinversión (*joint venture*) que implica la constitución de una persona moral en la que cada socio con control conjunto tiene una participación. En consecuencia, "coinversión" (*joint venture*) se define como un acuerdo contractual por el que dos o más partes emprenden una actividad económica a fin de obtener beneficios de ella.

Si bien algunos socios con control conjunto de sociedades controladas conjuntamente eligen emplear el método de participación (*equity method*), el Comité de Principios Contables Internacionales no recomienda esta alternativa en virtud de que considera que el método de consolidación proporcionada refleja mejor la sustancia y realidad económica de los socios con control conjunto en sociedades controladas conjuntamente.

Los principios contables internacionales sugieren que aún y cuando únicamente se tenga Control Compartido e incluso Control Pasivo, si éste es sustancial, ambas partes de una coinversión apliquen el método de consolidación.

5.3. Principios Contables en los E.U.A. (*General Accepted Accounting Principles*)⁷⁴

De acuerdo a los principios contables en los E.U.A., existe "control", cuando la controladora tenga la facultad de:

- (i) Dirigir el curso ordinario de los negocios de la subsidiaria; y
- (ii) Determinar la obtención de beneficios económicos derivados de la actividad de la subsidiaria.

La facultad de dirigir el curso ordinario de los negocios de la sociedad consolidada (*ongoing activities*), de manera que pueda unilateralmente:

- (i) Establecer las directrices sobre el uso de los activos en el curso ordinario del negocio, y hacerlas efectivas. Generalmente no existirá poder unilateral, sino control compartido, en presencia de derechos de veto. Sin embargo, la existencia de derechos de veto no implica automáticamente la existencia de control compartido. En general: (a) existe control compartido si los derechos

⁷⁴ Página de Internet de U.S. General Accepted Accounting Principles, www.cpaclass.com/gaap/gaap-us-01a.htm

de veto se refieren al curso ordinario de los negocios (e.g. plan de negocios o presupuesto anual), y (b) puede no haber poder compartido si los derechos de veto se refieren a asuntos no relacionados con el curso ordinario de los negocios (e.g. emisión y recompra de acciones, operaciones con partes relacionadas, quiebra y suspensión de pagos, adquisición o disposición de activos importantes, nombre de la sociedad, o nombramiento de auditores).

- (ii) Ejercer poder sobre los administradores, para hacer efectivas las directrices que establezca, en general, mediante la facultad de nombrarlos, destituirlos o determinar su compensación. El hecho que: (a) cada uno de los socios pueda vetar o unilateralmente nombrar a diversos funcionarios, o (b) un socio pueda vetar determinaciones sobre compensación de funcionarios, no implica automáticamente un poder compartido, si alguno de los socios conserva el derecho unilateral de determinar ya sea nombramiento de funcionarios o su compensación, o pueda unilateralmente modificar sus facultades o de algún otro modo nulificar el poder de dicho funcionario. Se presume que existe "control" cuando se tenga la facultad en la práctica de nombrar a la mayoría del consejo de administración o bien se pueda nombrar a un número importante de sus miembros, sin que ningún otro socio o grupo de socios que deban considerarse un sólo grupo, pueda nombrar un número similar. No se requiere que dicha facultad sea efectivamente ejercida.

Mientras que la facultad de determinar la obtención de beneficios económicos derivados de las actividades de la subsidiaria, de manera que pueda determinar la distribución de beneficios económicos y recursos entre la controladora y sus afiliadas y la subsidiaria.

Los beneficios del accionista controlador pueden derivarse de: (i) dividendos, (ii) derechos en liquidación, (iii) transferencia de precios en operaciones entre partes relacionadas, o (iv) sinergias.

No se requiere que el beneficio sea exclusivo de un socio (e.g. declaración de dividendos que beneficia a ambos) pero sí se requiere que uno de los socios tenga el poder unilateral de determinar la distribución de dichos beneficios entre la subsidiaria, los socios y las partes relacionadas (e.g. el que un socio tenga derecho de vetar dividendos no significará control compartido si otro socio puede determinar precios de transferencia

con él o sus subsidiarias de manera unilateral o pueda de otra forma decidir la distribución de beneficios derivados de sinergias).

Por todo lo anterior, parece evidente que para que exista "control" conforme a los Principios Contables Norteamericanos se requiere que la controladora tenga Control Activo, incluyendo la facultad de dirigir el curso ordinario de los negocios de la subsidiaria y la facultad de determinar la obtención de beneficios económicos derivados de la actividad de la subsidiaria, ambos de forma unilateral.

No obstante lo anterior, los principios aquí resumidos no son absolutos, sino que admiten excepciones y variaciones, de manera que: (i) aún cumpliéndose alguna presunción de control, una sociedad puede no considerarse como sociedad controlada o controlante, y (ii) se permite el empleo de método de consolidación aún sin haber Control Activo.

5.4. Criterios Contables Regulatorios

La CNBV, dentro de la determinación de los criterios contables a que habrán de sujetarse diversos intermediarios financieros (instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades de inversión, sociedades operadoras de sociedades de inversión, etc.) ha establecido reglas y criterios relacionados con el concepto de control, que suelen ser iguales, por ejemplo, tratándose de inversiones permanentes en acciones o de revelación de operaciones con partes relacionadas:

(i) Acciones de Empresas en las que se ejerce el Control. Es el poder de decisión sobre las políticas de operación y de los activos de otra entidad, entendiéndose como tal, cuando se tiene la propiedad directa o indirecta de más del 50% de las acciones con derecho a voto, o bien, cuando se tiene injerencia decisiva en la administración de la entidad.

(ii) Acciones de empresas en las que se tiene Influencia Significativa. Es la capacidad de participar en las decisiones sobre las políticas de operación y financieras de la entidad en la cual se tiene la inversión, sin llegar a tener el control; dicha situación se presenta cuando un intermediario posee directa o indirectamente más del 10% de las acciones ordinarias en circulación con derecho a voto de la emisora o cuando, no teniendo tal porcentaje, la compañía tenedora pueda nombrar consejeros, sin que éstos sean mayoría, o participar en el proceso de definición de políticas operativas y financieras.

Acciones de empresas en las que no se tiene control ni influencia significativa, se refiere a aquellas acciones de carácter permanente que el intermediario tiene en empresas en las que no gobierna ni participa en el establecimiento de las políticas de operación y financieras.

Debido al empleo frecuente de frases similares a "injerencia decisiva en la administración de la entidad", parece evidente que el término "control" se requiere de Control Activo.

Al igual que los principios de contabilidad mexicanos (Boletín B-8) los principios contables regulatorios distinguen diversos grados de injerencia de una sociedad en otra, a saber: (i) control, que corresponde a Control Activo, (ii) Influencia Significativa, que incluye participar en decidir las políticas de operación y financieras de la empresa, pero sin tener el poder de gobierno sobre dichas políticas, y (iii) inversiones permanentes en acciones que no otorgan ni control ni influencia significativa.

Para los casos expuestos, los principios aquí resumidos no son absolutos, sino que admiten excepciones y variaciones, de manera que: (i) aún cumpliéndose alguna presunción de control, una sociedad puede no considerarse como sociedad controlada o controlante, y (ii) se permite el empleo del método de consolidación aún sin haber Control Activo.

Del análisis realizado a lo largo del presente capítulo, podemos concluir que el significado puro del término "control" en materia de sociedades, conlleva el dominio, mando, y/o preponderancia de una parte sobre otra, así como también significa inspección, fiscalización, intervención y derecho de veto.

Por otro lado, podemos observar que el grupo minoritario en una sociedad anónima pública puede imponer sus decisiones y tener el control sin tener la mayoría de las acciones en que se divide el capital social de la misma. En consecuencia, en el siguiente capítulo se abordará el tema de los derechos de los accionistas minoritarios de dichas sociedades.

• • • • •

CAPÍTULO TERCERO

PROTECCIÓN DE MINORÍAS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

1. Derechos de los Accionistas en la Ley General de Sociedades Mercantiles

Distintos preceptos de la LGSM conceden derechos a ciertas minorías de acciones, y en los estatutos sociales se pueden conceder otros, así como también reducir, sin embargo, aumentar los porcentajes legales. Por otra parte, los derechos de la minoría no deben considerarse como exclusivos de ésta, sino que son los mismos que corresponden a todos y a la mayoría de los accionistas, si bien, al otorgarlos legal o estatutariamente a esas minorías es para el efecto de que éstas, al ejercerlos, no queden vinculadas por los acuerdos mayoritarios a que se refiere el artículo 200 de la LGSM.

A continuación presento una síntesis de los principales derechos concedidos por la LGSM a todos los accionistas, así como a los accionistas minoritarios.

1.1 Derechos en relación con la Asamblea General de Accionistas

Todos y cada uno de los accionistas tiene derecho a ser convocado a las asambleas generales de accionistas. Si la convocatoria a dicha asamblea no fuese realizada de conformidad con lo establecido por las disposiciones de la LGSM y con lo dispuesto en los estatutos de la sociedad, cualquier accionista podrá solicitar que dicha asamblea sea declarada nula y las resoluciones que se hubieran tomado afectadas de invalidez.

Generalmente, las convocatorias se realizan por medio de la publicación en el periódico oficial de la entidad en donde tiene su domicilio la sociedad o en uno de los periódicos de mayor circulación de dicho domicilio con la anticipación que fijen los estatutos y en su defecto aplicando la LGSM. Tratándose de sociedades con accionistas que no residen en México, los estatutos pueden incluir ciertas disposiciones en relación con el envío de la convocatoria a los accionistas que se encuentran fuera de la entidad del domicilio de la sociedad.

Sin embargo, si todos los accionistas o los representantes de los accionistas se encuentran presentes en dicha asamblea, la convocatoria no será necesaria, siempre que el 100% del capital social se encuentre presente en la toma de decisiones. (Art. 186 y 188 LGSM)

Las asambleas ordinarias de accionistas celebradas en primera convocatoria requieren un quórum del 50% de los accionistas de la sociedad y las resoluciones sólo serán válidas cuando se tomen por mayoría de los votos presentes. Mientras que en segunda convocatoria la asamblea se celebrará con cualquiera que sea el número de acciones presentes y las resoluciones se adoptarán por la mayoría de los votos presentes. (Art. 189 LGSM)

1.2 Derechos en relación con Cambios Fundamentales en la Sociedad

Los asuntos fundamentales de la sociedad se resuelven en asamblea extraordinaria de accionistas, según lo dispone el artículo 182 de la LGSM, las cuales requieren en primera convocatoria un quórum de al menos 75% de las acciones de la sociedad y las resoluciones se toman por el voto de las acciones que representen por lo menos el 51% del capital social.

En las asambleas extraordinarias de accionistas celebradas en segunda convocatoria, las decisiones se toman siempre por el voto favorable del número de acciones que representen por lo menos la mitad del capital social.

En consecuencia, los accionistas que detentan más del 25% del capital social de una sociedad pueden lograr que una asamblea extraordinaria de accionistas se posponga por falta de quórum necesario, pero de ninguna manera podrán bloquear o posponer una asamblea subsecuente o una resolución adoptada en dicha asamblea.

Asimismo, cualquier accionista tiene derecho a retirarse de la sociedad cuando este haya votado en contra de cualquier resolución aprobada por la asamblea y relacionada con: (i) el cambio del objeto social, (ii) el cambio de nacionalidad, y (iii) la transformación, (e.g. transformación de una sociedad anónima en una sociedad anónima de capital variable o en cualquier otro tipo de sociedad autorizada por la legislación). En dicho caso, el accionista tendrá derecho a separarse de la sociedad y obtener el reembolso de sus acciones, en proporción al activo social, según el último balance aprobado, siempre que lo solicite dentro de los quince días siguientes a la clausura de la asamblea. (Art. 206 LGSM)

1.3. Derechos en relación con los Aumentos de Capital de la Sociedad

Los aumentos de capital en la parte mínima fija del capital se resuelven en asamblea extraordinaria de accionistas, por lo que se encuentran sujetos a los requisitos de

quórum y votación establecidos en el inciso 1.2. anterior. Mientras que los aumentos de capital en la parte variable están sujetos a las disposiciones de los estatutos de la sociedad.

Todos los accionistas de la sociedad tienen derecho a suscribir nuevas acciones emitidas como resultado de un aumento de capital, salvo cuando las acciones sean emitidas como resultado de un aumento de capital derivado de una fusión o de una conversión de acciones en obligaciones. Tratándose de sociedades con accionistas no residentes en territorio nacional, los estatutos pueden prever la manera en como dicho aviso debe hacerseles llegar. Los accionistas cuentan con un período de quince días contados a partir de la publicación de dicho aviso para ejercitar sus derechos.

1.4. Derechos de los Accionistas Minoritarios

Se puede observar que, la LGSM prevé ciertos derechos a los accionistas de la sociedad, sin embargo la ley prevé derechos para aquellos accionistas minoritarios con la finalidad de protegerlos. Los derechos que les concede a estos accionistas son los que describo a continuación:

Un 25% del capital social, cuando menos, tiene derecho a designar un miembro del consejo de administración (o un comisario, Art. 171 LGSM), cuando éste se componga de tres o más personas. (Art. 144 LGSM) Sin embargo, este principio protector de la minoría, fácilmente puede burlarse nombrando un consejo de dos personas o, lo que es más frecuente, un administrador único, por lo que dicha protección resulta notoriamente insuficiente en consejos compuestos por más de tres miembros.

El 33% del capital social, con o sin derecho a voto, podrá solicitar del consejo de administración, del administrador único, o del órgano de vigilancia, que se convoque una asamblea general de accionistas, para tratar los asuntos que indiquen en la petición formulada para ello.⁷⁵ Si dicha convocatoria no es realizada dentro de los quince días contados a partir de la recepción de la solicitud, los accionistas que representen el 33% del capital social podrán solicitarlo al juez competente para que realice la convocatoria correspondiente. (Art. 183 y 184 LGSM)

Si la asamblea no se hubiese celebrado durante dos ejercicios sociales consecutivos, o en ellas no se hubiese tratado cualquiera de los asuntos que deben

⁷⁵ Barrera Graf, Jorge, *op. cit. supra*, nota 13, p. 415.

tratarse en la asamblea ordinaria anual, el derecho de solicitar la convocatoria corresponde al titular de una sola acción. (Art. 181 y 185 LGSM)

El 33% de las acciones presentes en una asamblea, ya sea ordinaria, extraordinaria o especial, tiene derecho a solicitar el aplazamiento de la votación de un asunto por tres días y sin necesidad realizar una nueva convocatoria. (Art. 199 LGSM)

1.5. Derecho de los Accionistas Minoritarios a Oponerse a las Resoluciones de las Asambleas Generales

Uno de los derechos minoritarios más importante contemplado por la LGSM, establece que los accionistas que representen el 33% del capital social de la sociedad podrán oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales, siempre que satisfagan los siguientes requisitos:

- La demanda se presente dentro de los quince días siguientes a la fecha de clausura de la asamblea;
- Los reclamantes no hayan concurrido a la asamblea o hayan dado su voto en contra de la resolución;
- La demanda señale la cláusula del contrato social o el precepto legal infringido y el concepto de violación; y
- Los accionistas minoritarios hayan otorgado una fianza para responder de los daños y perjuicios que pudieren causarse a la sociedad. (Art. 201 LGSM)

La ejecución de las resoluciones impugnadas podrá suspenderse por el juez, en caso de que la sentencia declare infundada la oposición. Esto significa que la efectividad de las resoluciones que afectan a los accionistas minoritarios pueden suspenderse durante el procedimiento en tanto se dicta sentencia.

1.6. Acciones que pueden Ejercitarse Contra los Administradores

A través de una resolución en la asamblea ordinaria de accionistas, se puede iniciar acción de responsabilidad civil contra los administradores de la sociedad. En caso de que dicha acción se ejercite, los consejeros serán inmediatamente removidos de sus cargos. (Art. 162 LGSM)

Asimismo, el artículo 163 de la LGSM permite a los accionistas que representen el 33% por lo menos de las acciones en que se divide el capital social, ejercitar directamente la acción de responsabilidad civil en contra de los administradores, siempre y cuando:

- (i) Dichos accionistas no hayan aprobado la resolución tomada por la asamblea general de accionistas sobre no haber lugar a proceder contra los administradores demandados; y
- (ii) La demanda comprenda el monto total de las responsabilidades a favor de la sociedad y no únicamente el interés personal de los promoventes.

Los bienes que se obtengan como resultado de la reclamación serán percibidos por la sociedad.

1.7. Derecho a dar Aviso sobre Cualquier Irregularidad

Cualquier accionista tiene el derecho a dar aviso al órgano de vigilancia, en caso de que este exista, o a la Asamblea de Accionistas en relación con cualquier irregularidad o acción ilegal que se haya llevado a cabo en la o por la administración de la sociedad. (Art. 167 LGSM)

1.8. Derecho a Revisar la Información Financiera

Los accionistas minoritarios que representen el 33% del capital social tendrán derecho mediante previo aviso y por cuenta propia a:

- (i) Inspeccionar, copiar y guardar copias de cualquier libro o registro de la sociedad;
- (ii) Auditar los libros y registros de la sociedad; y
- (iii) Inspeccionar las propiedades y bienes de la sociedad, en tanto no genere un costo o carga irrazonable para la sociedad.

2. Justificación de las Reformas a la Ley del Mercado de Valores en lo Referente a Protección de Minorías

Una de las justificaciones para llevar a cabo la reforma a la LMV, y con ello mejorar el marco regulatorio, fue el garantizar los derechos de los accionistas minoritarios. Es decir, de aquellos que invierten su patrimonio en la adquisición de acciones en el mercado de valores buscando participar de las utilidades generadas por las empresas cuyas acciones

hayan adquirido, y lograr que estos fueran plenamente respetados, y en caso de no ser así, otorgarles los instrumentos jurídicos para hacerlos exigibles.

Si los derechos a los que se hacen acreedores los inversionistas por adquirir parte del capital social de una empresa no fuesen respetados, es decir, si no se les participa de las utilidades de la empresa en las mismas condiciones que a los accionistas que detentan el control accionario de ella, será imposible generar la base de inversionistas que permitan el crecimiento y desarrollo del mercado accionario.

Cabe mencionar que la experiencia internacional demuestra que aquellos mercados de valores que ofrecen un mayor estándar de protección a los derechos de las minorías son los que alcanzan un mayor nivel de desarrollo. Este fenómeno, que está ampliamente documentado, llevó a diversos países a reformar sus marcos legales para garantizar que los derechos de las minorías se hicieran respetar.

La propuesta de reformas buscaba proporcionar un mayor nivel de protección a los accionistas minoritarios mediante tres componentes: (i) la composición y funciones de los consejos de administración de las emisoras, (ii) los derechos explícitos para minorías que detentan cierto porcentaje del capital de la emisora, y (iii) los límites para la emisión de acciones sin voto o de voto restringido.

Por lo que respecta a los consejos de administración, la reforma contempla que estuviesen compuestos por un mínimo de cinco y un máximo de veinte consejeros, de los cuales por lo menos la cuarta parte debían ser independientes. Dichos consejos contarían con un comité de auditoría que, entre otras cosas, conocería de las operaciones que la sociedad realizase con partes relacionadas y presentaría al consejo de administración un reporte al respecto, mismo que el consejo debía presentar en la asamblea ordinaria de accionistas.

En cuanto a derechos explícitos de minorías, la reforma previó que aquellos accionistas que detentaran el 10% de las acciones con derecho a voto o de voto restringido tuvieran el derecho de convocar a una asamblea de accionistas así como de solicitar que se aplazara la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideran suficientemente informados. Los accionistas que representaran cuando menos el 12% del capital social, podrían ejercitar directamente la acción de responsabilidad civil contra los administradores, comisarios e integrantes del comité de auditoría. Asimismo, los accionistas de acciones con derecho a voto, incluso en forma limitada o restringida, que

representaren cuando menos el 20% del capital social, podrían oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales, siempre que se hubiesen satisfecho los requisitos del artículo 201 de la LGSM, siendo igualmente aplicable el artículo 202 de la citada Ley. Estos derechos de minorías, aunados a los que ya existían en la LMV y la LGSM, facilitarían a las minorías exigir el cumplimiento de los derechos adquiridos en virtud de su participación en el capital social de la sociedad.

Cuando el capital de una empresa está representado en un porcentaje importante por acciones que restringen el derecho de voto, se abre la posibilidad de que el grupo de control cuente con una posición mayoritaria en los votos pero minoritaria en el capital. En estos casos el grupo de control tendría el incentivo de buscar beneficios personales, aún a costa de la propia empresa y en perjuicio de los inversionistas minoritarios. Con el propósito de evitar situaciones en las que una empresa pueda ser controlada con una participación relativamente pequeña del capital social, la reforma limitó la emisión de acciones sin derecho de voto o de voto restringido, a 25% del total del capital social colocado entre el público inversionista. Dicho límite podrá ampliarse hasta por un 25% adicional, siempre que este último porcentaje esté representado por acciones sin derecho a voto, con la limitante de otros derechos corporativos o por acciones de voto restringido, que en todo caso, sean convertibles en acciones ordinarias en una plazo no mayor a cinco años, contado a partir de su colocación.

Para incrementar la confianza del público inversionista en el mercado de valores, además de mejorar la protección de accionistas minoritarios, resultaba necesario contar con un marco legal que evitará abusos en las operaciones de compra y venta de acciones en el mercado de valores. Por ello, la reforma contempló otorgar mayores facultades a la CNBV para investigar operaciones en las que se haya operado utilizando información privilegiada acerca de las emisoras. Dicho cambio fue esencial, toda vez que bajo el régimen en vigor se pueden llegar a presentar situaciones en las que personas relacionadas con sujetos con información privilegiada hagan uso de la misma en perjuicio del mercado, sin que necesariamente se ubiquen en los supuestos de sanción hasta ahora previstos en la LMV.

3. Protección de Minorías en la Ley del Mercado de Valores

3.1. Entrada en Vigor y Propósito de la LMV

La reforma a la LMV en materia de derechos de minoría de accionistas entró en vigor el 2 de junio de 2001⁷⁶ y fue publicada en el DOF el 1º de junio de 2001. Dicha reforma a la LMV pretendió ser integral y actualizar el régimen legal del mercado de valores en México.

En la exposición de motivos de dicha reforma se señala la incorporación de nuevos conceptos y figuras jurídicas, adaptando las nuevas necesidades del mercado de valores mexicano, con el objeto de promover un mayor grado de transparencia dentro del mercado de valores para así incrementar la confianza del público inversionista en éste como una alternativa de inversión.

En materia de derechos de minorías de accionistas, la reforma se refiere a seis diversos derechos de accionistas de sociedades emisoras que obtengan la inscripción de sus acciones en el RNV, así como a la reducción en la emisión de valores con derechos corporativos restringidos.

Una mayor protección de los derechos de las minorías de accionistas que participan en el capital social de ciertas empresas públicas, es decir, de sociedades emisoras de valores materia de una oferta pública, se ha considerado como un requisito para lograr un mayor nivel de desarrollo del mercado de valores, dada la experiencia en dicho mercado en México y en otros países.

3.2. Disposiciones Específicas de la Última Reforma a la Ley del Mercado de Valores

Como se mencionó con anterioridad, son seis los derechos que protegen a los accionistas minoritarios de una sociedad anónima pública, los cuales analizo a continuación:

3.2.1. Derecho de Minoría de Accionistas para designar Consejeros

El artículo 14 Bis 3, fracción III, de la LMV, establece en términos generales que toda minoría de tenedores de acciones de voto restringido o limitado, que represente cuando menos un 10% del capital social, tendrá el derecho de designar por lo menos a un consejero y a su suplente.

⁷⁶ Excepto por algunas disposiciones no relacionadas con los derechos de minorías de accionistas que entrarán en vigor con posterioridad a dicha fecha.

La reforma a la LMV no modifica este derecho de las minorías de accionistas en cuanto al porcentaje mínimo del capital social que éstos deben representar, a efecto de que puedan designar por lo menos a un consejero y un suplente; dicho porcentaje se mantiene en 10%.

La reforma tampoco modifica la consecuencia de la falta de designación de consejeros por parte de una minoría de accionistas, es decir, el derecho de ésta de nombrar a por lo menos dos consejeros y a sus suplentes, ni la forma de designar, sustituir y revocar a dichos consejeros.

Sin embargo, la citada fracción del artículo 14 Bis 3, además de precisar que se trata de un porcentaje mínimo del capital social que la minoría de accionistas debe representar, establece claramente quienes son los titulares de este derecho para designar consejeros, al señalar que toda minoría de tenedores de cualesquiera acciones de voto restringido gozará de dicho derecho. En efecto, el artículo en cuestión se refiere a toda minoría de tenedores de acciones de voto restringido distintas a las que prevé el artículo 113 de la LGSM⁷⁷ o de voto limitado a que alude ese precepto.

Si bien antes de la reforma a la LMV el artículo 14 Bis, fracción tercera, que se refería a toda minoría de tenedores de acciones de voto restringido, sin hacer distinción de las mismas, podía entenderse⁷⁸ en el sentido de incluir cualesquiera acciones de voto limitado, la reforma aclara que los tenedores de cualesquiera acciones de voto limitado que representen cuando menos el diez por ciento del capital social de la sociedad emisora tendrán el derecho de nombrar por lo menos un consejero y a su respectivo suplente.

Asimismo, el citado artículo precisa que el porcentaje del capital social que debe representar la minoría de tenedores de acciones de voto limitado puede ser de una o ambas series accionarias.

Los nombramientos de los llamados consejeros de minoría, o sea, de aquellos consejeros designados por una minoría de tenedores de acciones de voto limitado, sólo podrán revocarse cuando se revoque el nombramiento de todos los demás consejeros, sin distinguir series de acciones. Esta nueva disposición de la LMV se contemplaba, antes de la

⁷⁷ Es decir, aquellas acciones con derecho a voto únicamente en las asambleas extraordinarias que se reúnan para tratar determinados asuntos.

⁷⁸ Conforme a los principios de interpretación y concretamente al principio en el sentido de que donde el legislador no distingue, el intérprete tampoco debe hacerlo.

reforma, en relación con los consejeros de minoría de casas de bolsa y especialistas bursátiles, mas no respecto de sociedades emisoras cuyas acciones estuvieran inscritas en el RNV.

3.2.2. Derecho de Minoría de Accionistas para designar Comisario

El artículo 14 Bis 3, fracción III, segundo párrafo, de la LMV, confiere a los titulares de las acciones con o sin derecho a voto, que representen cuando menos un 10% del capital social de una sociedad emisora, el derecho de designar a un comisario.

Este derecho de minoría de designar a un comisario no estaba previsto en la LMV antes de la reforma.

El nombramiento de este comisario de minoría, al igual que los nombramientos de los consejeros de minoría antes mencionados, sólo podrá revocarse cuando se revoque el nombramiento de los demás comisarios, sin distinción de series de acciones.

Este derecho de minoría cobra importancia en razón de la participación de los comisarios, con derecho a voz y sin voto, en el comité de auditoría de la sociedad emisora, conforme a la fracción V del artículo 14 Bis 3.

3.2.3. Derecho de Minoría de Accionistas para solicitar la Convocatoria a la Asamblea

El artículo 14 Bis 3, fracción VI, inciso a), de la LMV, confiere a los titulares de acciones con derecho a voto, incluso en forma limitada, que representen cuando menos el 10% del capital social de la sociedad emisora, el derecho de solicitar al consejo de administración o a los comisarios la convocatoria a una asamblea general de accionistas, para tratar de los asuntos que indiquen en su solicitud.

La LMV no contemplaba este derecho de minoría de solicitar la convocatoria a una asamblea antes de la reforma.

La solicitud de la convocatoria a una asamblea general de accionistas podrá hacerse en cualquier tiempo y deberá ser por escrito, en términos del artículo 184 de la LGSM.⁷⁹ En virtud de la remisión al artículo 184 de la LGSM, puede entenderse que si el consejo de administración o los comisarios se rehusaren a hacer la convocatoria a la

⁷⁹ Cabe señalar que existen nuevas disposiciones en la LMV sobre la información para accionistas y la representación de los mismos en asambleas que no se relaciona de manera directa con la protección de los derechos de minorías de accionistas.

asamblea o no la hicieren dentro del término de quince días a partir de la recepción de la solicitud de la minoría de accionistas, la convocatoria podrá ser hecha por el juez del domicilio de la sociedad emisora de que se trate, a solicitud de dicha minoría.

Cabe señalar, a manera de comparación, que este derecho a solicitar la convocatoria a una asamblea corresponde, según la LGSM, a los accionistas que representen por lo menos el 33% del capital social.

3.2.4. Derecho de Minoría de Accionistas de Exigir Responsabilidad a los Administradores, Comisarios e Integrantes del Comité de Auditoría

El artículo 14 Bis 3, fracción VI, inciso d), de la LMV, confiere a los accionistas que representen cuando menos el 15% del capital social de una sociedad emisora, el derecho de ejercitar directamente la acción de responsabilidad civil contra los administradores, comisarios e integrantes del comité de auditoría de dicha sociedad, siempre y cuando se satisfagan los requisitos del artículo 163 de la LGSM, a saber:

- (i) Que la demanda comprenda el monto total de las responsabilidades en favor de la sociedad y no únicamente el interés personal de los promoventes; y
- (ii) Que, en su caso, los actores no hayan aprobado la resolución tomada por la asamblea general de accionistas sobre no haber lugar a proceder contra los administradores, comisarios o integrantes del comité de auditoría demandados.

Este derecho de minoría de exigir responsabilidad no estaba previsto en la LMV antes de la reforma. La reforma a la LMV no aclara si dichos accionistas que conformen la minoría con este derecho de exigir responsabilidad han de ser titulares de acciones con derecho a voto, con derecho a voto limitado o sin derecho a voto. Por lo tanto, debe entenderse que este derecho corresponde a toda minoría de titulares de cualesquiera acciones, que representen cuando menos el 15% del capital social de una sociedad emisora, de acuerdo a los principios de interpretación antes mencionados.

3.2.5. Derecho de Minoría de Accionistas para Solicitar el Aplazamiento de la Votación

El artículo 14 Bis 3, fracción VI, inciso e), de la LMV, confiere a los accionistas con derecho a voto, incluso en forma limitada, que representen cuando menos el 10% de las acciones representadas en una asamblea de la sociedad emisora, el derecho de solicitar

que se aplase la votación de cualquier asunto respecto del cual no se consideren suficientemente informados, sujeto a los términos del artículo 199 de la LGSM.

La LMV no contenía este derecho de minoría de solicitar el aplazamiento de votación antes de la reforma.

Conforme al artículo 199 de la LGSM al cual se sujeta este derecho de minoría, el aplazamiento de la votación del asunto de que se trate será para dentro de tres días, sin que haya necesidad de una nueva convocatoria y este derecho sólo podrá ejercitarse una vez respecto del mismo asunto.

Ni la reforma a la Ley ni la LGSM distinguen la clase de asamblea a la que se refiere este derecho de minoría de accionistas, por lo que una vez más ha de entenderse que quedan comprendidas cualesquiera asambleas de accionistas de la sociedad emisora.

Cabe mencionar, a manera de comparación, que el derecho de solicitar el aplazamiento de una votación corresponde, según la LGSM, a la minoría de accionistas que represente el 33% de las acciones representadas en una asamblea.

3.2.6. Derecho de Minoría de Accionistas de Oponerse Judicialmente a las Resoluciones de Asambleas Generales

El artículo 14 Bis 3, fracción VI, inciso f), de la LMV, confiere a los accionistas con derecho a voto, incluso en forma limitada, que representen cuando menos el 20% del capital social de una sociedad emisora, el derecho de oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas generales respecto de las cuales tengan derecho de voto, sujeto a lo establecido en los artículos 201 y 202 de la LGSM.

Este derecho de minoría de oponerse judicialmente a las resoluciones de asambleas generales no estaba previsto en la LMV antes de la reforma del 2001.

En consecuencia, la oposición judicial por parte de la minoría de accionistas deberá cumplir con los requisitos señalados en el artículo 201 de la LGSM, los cuales se han descrito con anterioridad en el inciso 1.5. anterior.

A consecuencia de la oposición judicial por parte de una minoría de accionistas y conforme al artículo 202 de la LGSM, el juez de la causa puede suspender la ejecución de las resoluciones de asambleas generales impugnadas, siempre y cuando dicha minoría otorgue una fianza para responder de los daños y perjuicios que pudieren causarse a la sociedad emisora por la inejecución de dichas resoluciones.

Conviene señalar, a manera de comparación, que el porcentaje del capital social que deben representar los accionistas para tener derecho a esta oposición judicial según la LGSM es de 33%.

3.2.7. Reducción en la Emisión de Valores con Derechos Corporativos Restringidos

De acuerdo al artículo 14 Bis 3, fracción II, párrafo segundo, de la LMV, las acciones distintas a las ordinarias que emitan las sociedades emisoras que obtengan la inscripción de sus valores en el RNV, no deberán exceder del 25% del capital social que se coloque entre el público inversionista ni del total de acciones que se encuentren colocadas en el mismo.

Antes de la reforma a la LMV, la emisión de acciones distintas a las ordinarias no debía exceder del 25% del capital social, sin hacer distinción alguna al respecto.

La reducción en la emisión de dichas acciones se establece al referir el porcentaje máximo admisible al capital social que se coloque o esté colocado entre el público inversionista.

Esta reducción en la emisión de acciones distintas a las ordinarias pretende reforzar el principio enunciado como *una acción, un voto*. Este principio establece que las empresas públicas no deben disminuir los derechos de voto de los accionistas. Concretamente, se formula como una norma que prohíbe disminuir o restringir los derechos existentes de los tenedores de acciones ordinarias, a través de actos en general que lleve a cabo la sociedad y particularmente a través de la emisión de acciones.

Este principio está encaminado a asegurar la representación de los accionistas en la toma de decisiones de la sociedad emisora, así como a hacer más transparente la estructura de capital de la misma y facilitar así su evaluación. El principio *una acción, un voto* se contrapone a otros principios tales como el de *una entidad, un voto* y ha sido adoptado por entidades reguladoras de mercados de valores en el extranjero.⁸⁰

⁸⁰ v. gr. por la Securities Exchange Commission (la "SEC") en diciembre de 1994.

4. Código de Mejores Prácticas Corporativas

4.1. Objeto

El Consejo Coordinador Empresarial constituyó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas (el "**Comité**"), quien expidió un Código de Mejores Prácticas Corporativas (el "**Código**"),⁸¹ con la finalidad de emitir recomendaciones a fin de hacer más eficiente el desempeño del órgano de administración de las sociedades mexicanas y proporcionar información oportuna y transparente a accionistas y acreedores.

Inicialmente el Comité analizó las diversas experiencias internacionales y se encontró que el medio más utilizado y adecuado para dar a conocer información sobre las diversas empresas ha sido a través de la implementación de Códigos de Mejores Prácticas, con lo cual se ha mejorado el gobierno corporativo de las mismas.

Por lo anterior, se elaboró un Código de Mejores Prácticas para México. En dicho Código se establecen recomendaciones de aplicación voluntaria para mejorar el gobierno corporativo de las empresas mexicanas. Es importante mencionar que dichas disposiciones no se contraponen a la legislación vigente, al contrario, complementan las disposiciones de la legislación aplicable.

Las recomendaciones van encaminadas a definir principios que contribuyen a mejorar el funcionamiento del consejo de administración y a la revelación de información a los accionistas. Las recomendaciones tienen como finalidad: (i) que las sociedades amplíen la información relativa a su estructura administrativa y las funciones de sus órganos sociales, (ii) que las sociedades cuenten con mecanismos que procuren su información financiera sea suficiente, (iii) que existan procesos que promuevan la participación y comunicación entre los consejeros, y (iv) que existan procesos que fomenten una adecuada revelación a los accionistas.

A diferencia de muchos países, en México la mayoría del capital de las sociedades que cotizan lo detentan accionistas de control, lo que hace que éstos tengan un papel fundamental en la administración de las empresas. Aspectos como este, fueron tomados en cuenta para la elaboración del Código, ya que la realidad económica y social de nuestro país difiere de otros países en los que existe un mayor desarrollo.

⁸¹ Por primera vez publicado en el Diario Oficial de la Federación el 26 de octubre de 2000 como parte del Anexo II de la Circular 11-33 de la CNBV y por segunda ocasión el 19 de marzo de 2003 como Anexo J-4 de las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores.

El Código se puede aplicar a todas las sociedades mexicanas, coticen o no en bolsa, aunque ciertos principios se aplican solamente a las sociedades que cotizan. En caso de que las sociedades no se adhieran a las recomendaciones propuestas por el Código, podrán indicar a la CNBV las razones por las cuales no las siguen, así como si cuentan con algún mecanismo alternativo. Las subsidiarias de dichas sociedades podrán adherirse a través de sus tenedoras.

4.2. Consejo de Administración

La operación diaria de la sociedad es responsabilidad del equipo directivo, mientras que la labor de definir la estrategia y aprobar la gestión es responsabilidad del Consejo de Administración.

Se recomienda que en el consejo haya miembros que no estén involucrados con la operación diaria para poder aportar una visión externa e independiente, los cuales deberán contar con reglas claras respecto a la operación y funcionamiento del consejo.

El consejo deberá apoyarse en órganos intermedios que evalúen información y propongan acciones en áreas específicas relevantes para el consejo con el objeto de tomar decisiones de manera eficiente.

El primer principio recomienda que además de las obligaciones previstas por la LGSM, la LIC, y la LMV entre otras, se incluyan las siguientes obligaciones al consejo:

- (i) Establecer la visión estratégica de la sociedad;
- (ii) Asegurar el acceso de los accionistas y del mercado a la información pública de la sociedad;
- (iii) Establecer mecanismos de control interno;
- (iv) Contar con mecanismos que verifiquen el cumplimiento a las disposiciones legales aplicables; y
- (v) Evaluar el desempeño del Director General y de los funcionarios de alto nivel.⁸²

A fin de generar pluralidad en el consejo, éste deberá integrarse por un mínimo de cinco y un máximo de quince miembros. Igualmente, se recomienda que no se nombre a consejeros suplentes y en caso de hacerlo, que éstos deban suplir a un consejero

⁸² Funcionario de alto nivel se refiere a la categoría inmediata inferior al Director General.

propietario determinado, para que estos se mantengan mutuamente informados y trabajen en equipo. Asimismo, se recomienda que el consejero propietario tenga la facultad de sugerir quien podría ser su suplente.

El cuarto principio, recomienda que se incorpore la figura del Consejero Independiente, quien no deberá estar ligado de forma alguna con el equipo directivo de la sociedad y deberá ser elegido por su prestigio personal. Su labor es contribuir con una visión imparcial a la planeación estratégica de la sociedad y demás funciones del consejo.

De igual manera, se recomienda la incorporación del Consejero Patrimonial, quien deberá ser elegido en virtud de ser tenedor significativo de acciones de la sociedad (detentar, directa o indirectamente, con un porcentaje que sea igual o superior al 2% del capital social), lo que permitirá tener un monitoreo permanente sobre su inversión en beneficio de toda la sociedad; estos podrán ser consejeros patrimoniales independientes o relacionados.

Se sugiere que los consejeros independientes y patrimoniales constituyan conjuntamente, al menos el 40% de los consejeros, representando los primeros al menos el 20%. Dicha situación deberá ser mencionada, en el informe anual presentado por el consejo. También deberá mencionarse cuales consejeros tienen la calidad de independientes y cuales la de patrimoniales así como sus principales cargos.

Por lo que respecta a la operación del consejo, éste deberá reunirse cuando menos cuatro veces al año, dedicando por lo menos una reunión exclusivamente a la definición de la estrategia de mediano y largo plazo de la sociedad.

Además, se recomienda que con acuerdo de por lo menos el 25% del número de consejeros pueda convocar a una sesión del consejo, a fin de que el funcionamiento del consejo no dependa de una sola persona.

Con el fin de que los consejeros asistan a las sesiones con la información necesaria para ello, la información que no es considerada como información confidencial relacionada con los puntos del orden del día, deberá estar disponible con por lo menos cinco días de anticipación, así como establecer un mecanismo que haga posible a los consejeros evaluar las propuestas de puntos estratégicos cuya información sea confidencial.

Cuando un consejero sea nombrado por primera vez, se le deberá otorgar una adecuada inducción a su nueva responsabilidad, y la sociedad le deberá proveer información respecto a la misma, su entorno, así como las obligaciones, responsabilidades y facultades de los consejeros de la sociedad.

Dentro de las obligaciones de los consejeros, el Código recomienda se establezcan las siguientes:

- (i) Comunicar al Presidente y al Secretario del Consejo cualquier situación que pueda derivar en conflicto de interés y abstenerse de participar en la deliberación correspondiente;
- (ii) Utilizar los bienes de la sociedad solo para el cumplimiento del objeto social y definir políticas claras de cuando se puedan usar dichos bienes para cuestiones personales;
- (iii) Asistir al menos al 70% de las reuniones; y
- (iv) Mantener absoluta confidencialidad y en caso de existir consejeros suplentes, deberán mantenerse mutuamente informados con los consejeros propietarios de los asuntos de la sociedad.

Se recomienda la creación de uno o varios órganos intermedios, siempre y cuando tengan un objetivo claro y no se generen conflictos de interés. La creación de dichos órganos garantiza la adecuada toma de decisiones en las siguientes áreas: (i) Evaluación y Compensación, (ii) Auditoría y Finanzas, y (iii) Planeación.

Los órganos intermedios solamente podrán integrarse por un mínimo de tres y un máximo de siete consejeros propietarios. Los cuales regularmente deberán dar un informe al consejo de administración sobre sus actividades.

Es importante que los consejeros patrimoniales e independientes participen en los trabajos de los órganos intermedios siendo necesario que uno de estos últimos forme parte de cada órgano intermedio. Estos deben tener objetivos claros y evitar conflictos de interés y estar formados por consejeros propietarios, únicamente. Deberán informar regularmente de sus actividades al consejo.

El presidente de dichos órganos podrá invitar a sus sesiones a los funcionarios cuyas responsabilidades estén relacionadas con sus objetivos.

4.3. Función de Evaluación y Compensación

En cuanto a la función de Evaluación y Compensación se recomienda que exista un mecanismo que apoye al consejo en el área de recursos humanos y que cumpla con las siguientes funciones:

- (i) Sugerir procedimientos para proponer al director general y demás funcionarios de alto nivel;
- (ii) Proporcionar criterios para evaluarlos;
- (iii) Evaluar la propuesta del director general acerca de la estructura y el monto de las remuneraciones de los principales ejecutivos de la sociedad;
- (iv) Revisar las condiciones de contratación del director general, de los funcionarios de alto nivel y sus probables pagos por separación; e
- (v) Incluir en el informe anual del consejo, los componentes para determinar la remuneración de los funcionarios de alto nivel.

4.4. Función de Auditoría

En cuanto a la función de auditoría deberá existir un mecanismo que apoye al consejo en lo referente a la auditoría, asegurándose que:

- (i) Dicho órgano esté presidido por un consejero propietario;
- (ii) La auditoría interna así como la auditoría externa, se realicen con la mayor objetividad;
- (iii) La información financiera sea útil, oportuna y confiable, transparente, suficiente y refleje adecuadamente la posición financiera de la sociedad;
- (iv) Se recomiende al consejo los candidatos para auditores externos, sus condiciones de contratación y el alcance de los mandatos profesionales de los mismos;
- (v) Se supervise el cumplimiento de los contratos de auditoría;
- (vi) Se funja como medio de comunicación entre los auditores externos y el consejo de administración;
- (vii) Se asegure de la independencia de los auditores, revisar su programa de trabajo, sus observaciones y reportes, e informar al consejo sobre resultados;

- (viii) Se recomiende al consejo las bases para la preparación de la información financiera y auxiliarlo en la revisión de la misma;
- (ix) Se contribuya a la definición de los lineamientos generales del sistema de control interno; y
- (x) Se coordine los programas anuales de auditoría interna, así como la labor de los auditores externos y comisario.

Es esencial que el mecanismo se encargue de que las propuestas sean elevadas al consejo para que tome las decisiones correspondientes.

Al seleccionar a los auditores externos, para garantizar su independencia se deberá comprobar que los servicios que dichos auditores presten a la sociedad no representen un porcentaje mayor al 20% de sus ingresos totales; además de que éstos sean rotados cada seis años.

La persona que firme la auditoría deberá ser persona distinta al comisario, aunque estos sean socios del mismo despacho.

Se recomienda que se establezca el perfil del comisario en el informe anual que rinde el consejo y que sea este adecuado con las obligaciones del mismo.

La información financiera es presentada por la Dirección General al consejo, la cual contiene cifras no auditadas. La auditoría interna es esencial pues permite valorar la información financiera.

Del mismo modo, el consejo deberá estar informado acerca de la políticas de contabilidad aplicadas en la preparación de los estados financieros, mismas que deberán ser previamente aprobadas por el consejo, así como cualquier cambio a las mismas.

La información intermedia deberá ser elaborada con base en los mismos principios adoptados para la elaboración de la información financiera anual.

Se sugiere la aprobación de mecanismos para asegurar la buena calidad de la información financiera, en dicho proceso podrán participar los auditores internos y externos y los comisarios.

El sistema de control interno consiste en los controles establecidos para que la sociedad marche conforme a los lineamientos establecidos por el consejo. Por este sistema, el consejo se asegura que la sociedad opere en un ambiente general de control.

Es importante que las sociedades cuenten con mecanismos que le permitan al consejo estar informado sobre el cumplimiento de las disposiciones aplicables.

Se recomienda se realice una revisión cuando menos una vez al año, además que se informe periódicamente al consejo acerca de la situación legal de la sociedad.

4.5. Función de Finanzas y Planeación

Por lo que respecta a la función de finanzas y planeación deberá existir un mecanismo que apoye al consejo en lo referente a la función de finanzas y planeación, en especial, en la evaluación de la estrategia a largo plazo y de las principales políticas de inversión y funcionamiento.

Para lo anterior, el órgano intermedio deberá evaluar y sugerir políticas de inversión y financiamiento, propuestas por la dirección general y someterlas posteriormente al consejo; evaluar y sugerir lineamientos para determinar la planeación estratégica de la sociedad; opinar sobre la premisa del presupuesto anual y proponerlas al consejo para su aprobación, dar seguimiento a la aplicación del presupuesto y al plan estratégico e identificar los factores de riesgo de la sociedad y evaluar las políticas de administración.

Además, se sugiere se presente al consejo una evaluación de las principales inversiones y transacciones de financiamiento, así como la evaluación periódica de la posición estratégica de la sociedad de acuerdo a lo estipulado en el plan estratégico.

Se genera la obligación de auxiliar al consejo en la revisión de las proyecciones financieras y de la congruencia de las políticas de inversión de financiamiento con la visión estratégica de la sociedad.

4.6. Revelación de Información a los Accionistas

Respecto a la revelación de información a los accionistas, se sugiere que no se incluya en el orden del día el rubro referente a "Asuntos Varios"; ni agrupar asuntos en un solo punto, con el fin de que se pueda votar cada asunto por separado y estén informados de los temas a tratar en la reunión. Además, se sugiere que la información sobre cada punto del orden del día este disponible a los accionistas con quince días de anticipación.

Que a través de un formulario que contenga en detalle la información y posibles alternativas de voto sobre los asuntos del orden del día, los accionistas puedan girar instrucciones a sus mandatarios sobre el sentido en que deberá ejercer los derechos de voto correspondientes en cada punto del orden del día de la asamblea.

Que dentro de la información que se presente a los accionistas con anterioridad a la asamblea, se incluya la propuesta de la integración del consejo de administración, así como el perfil profesional de los candidatos.

Se sugiere que el consejo incluya en su informe anual:

- (i) Los aspectos relevantes del trabajo de cada órgano intermedio;
- (ii) Los nombres de sus integrantes; y
- (iii) Los informes que estén a disposición de los accionistas, salvo que sea información confidencial que pudiese afectar la competitividad de la sociedad.

Igualmente, cada sociedad debe contar con políticas, mecanismos y personas responsables para informar a los inversionistas, a fin de mantener cauces de comunicación con los accionistas e inversionistas potenciales.

Como se vio a lo largo del presente capítulo, la tendencia actual en nuestro país es proteger los derechos de todos los accionistas, en especial, los de los accionistas minoritarios. En los siguientes capítulos se analizarán los métodos de toma de control y los mecanismos que los accionistas pueden implementar con la finalidad de proteger sus derechos en caso de enfrentarse a una toma de control hostil.

• • • • •

CAPÍTULO CUARTO

TOMAS DE CONTROL HOSTIL

El objeto del presente capítulo es analizar algunos de los mecanismos de toma de control así como los principales modelos regulatorios existentes en México y en el derecho comparado, básicamente el de los E.U.A y la Unión Europea.

1. Mecanismos de Toma de Control

Los mecanismos de toma de control derivan del principio por el cual los accionistas compran y venden, en el mercado de valores, acciones de emisoras, que por el número de los títulos involucrados, generalmente no muy significativo, no trae consecuencias relevantes para estas últimas sociedades. Sin embargo, en otras ocasiones, un nuevo accionista o adquirente, comúnmente otra sociedad, puede adquirir un importante porcentaje de las acciones en circulación de la emisora, permitiéndole introducir cambios substanciales en la emisora, como lo puede ser la integración del consejo de administración y la adopción de nuevas políticas de administración. Este último tipo de operaciones da origen a lo que se conoce como mercado de toma de control (*market for corporate control*).

En términos generales y en atención a lo anterior, un adquirente puede obtener el control de un importante porcentaje de las acciones en circulación de una emisora, a través de cualquiera de los siguientes mecanismos, realizados cada uno de ellos de manera independiente o conjuntamente: (i) adquisiciones en el mercado abierto; (ii) compra sucesivas de acciones; (iii) obtención de cartas poder; y (iv) oferta pública de compra de acciones.

2. Adquisición de Acciones en el Mercado Abierto

El método de adquisición del control 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 ciertos deberes y obligaciones 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 obliga 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 veraz 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 controladoras 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 este tema, 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 sólo 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 teorías⁸³ que han surgido en relación con la naturaleza jurídica de la venta o cesión del control.

⁸³ 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 contrôle d'une Société: essai de synthèse". Cit. por Zúñiga y Sáenz de Navarrete, Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, p. 54.

2.1. 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. En consecuencia, 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 acciones controlador puede disponer, a su arbitrio, de su patrimonio, sin que por ellos 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 solo 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.

2.2. Tesis de la Cesión de la Empresa

Petit Pierre-Sauvain, sostiene⁸⁴ que debe diferenciarse entre lo que es la venta ordinaria de acciones y la venta de acciones que, en su conjunto, implican el control de la sociedad. Este autor llega a la conclusión de que el objetivo del contrato de compraventa de un paquete controlador, es la empresa misma y no las acciones, por lo tanto, concluye 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 ciertos individuos en particular, sino que se trata de una cesión real de un poder basado en el control de los mecanismos sociales.

⁸⁴ Dicho autor sustenta la tesis de la cesión de empresa en su obra denominada: *La Cession de Contrôle, Mode de Cession de L'Entreprise*, Georg & Cie S.A., Ginebra, 1977, p. 11.

2.3. Tesis de la Cesión Parcial de Activos

Esta tesis coincide con la teoría de la cesión de la empresa 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".⁸⁵ Para los autores que sustentan 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.

2.4. 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.

Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete critica fuertemente 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 condenado 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

⁸⁵ Bejol, "La Protection des Actionnaires Externes dans les Groupes des Sociétés en France et en Allemagne", Bruylant, Bruselas, 1976, p. 26. Cit. por Zurita y Sáenz de Navarrete, Jaime, op. cit. supra, nota 26, p. 56.

propios del accionista, sino también simplemente, por el derecho civil alegando el derecho de propiedad".⁸⁶

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

2.5. Tesis del Control como Activo Social

En la obra⁸⁷ de Berle y Means que se ha examinado en el segundo capítulo de este trabajo, surgió el concepto del control de las sociedades como parte del activo social. Estos autores 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 acciones 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 de controlar mediante la elección del consejo es una activo social y no individual".

⁸⁶ Zurita y Sáenz de Navarrete Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, pp. 58 y 59.

⁸⁷ Berle Adolf A. y Gardiner C. Means, *op. cit. supra*, nota 63, p. 239.

Colombo⁸⁸ 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 autogestionada en relación con una inversión intergestionada". Para este autor, tiene un sobre-valor el hecho de que un accionista haya conseguido tener un paquete 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 aglomerado. 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 parte del mecanismo societario y que, por ende, pertenece 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 derecho 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".⁸⁹

2.6. 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 participan 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

⁸⁸ Colombo, "La Cessione del Pacchetto di Controllo: Considerazioni per una Discussione", R.S. 1978, CII. por Zurita y Sáenz de Navarrete, Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, p. 60.

⁸⁹ Zurita y Sáenz de Navarrete, Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, p. 63.

encuentren en igualdad de circunstancias para determinar, respecto de sus acciones, lo que más convenga a sus intereses.

Al no tener los accionistas minoritarios información respecto a la transacción de compraventa del paquete 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 puedan 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. Así mismo, 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.

2.7. Tesis del Deber de Fidelidad de los Administradores frente a los Accionistas

Esta teoría se ha expuesto principalmente en los E.U.A., donde se ha considerado que existe un deber de fidelidad de los accionistas mayoritarios que controlan y manejan la empresa, frente a los accionistas 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 ("**Beneficiaries**"). 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 llegasen a enterarse de alguna circunstancia que pudiera variar la situación de los accionistas, deberán de notificárselos 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".⁹⁰

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 administración 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 contaran 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 una deber general de fidelidad de los administradores frente a los accionistas individualmente considerados y mucho menos que tal deber exista en operaciones que no estén situadas en el ámbito interno de la sociedad".⁹¹

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

Esta teoría expone que la sociedad cuyo control es cedido puede sufrir cambios significativos que afecten a los accionistas minoritarios que no participaron en la operación

⁹⁰ Formulación hecha por la Comisión Bancaria Belga en un informe sobre las cesiones de control, *Cit. por Zurita y Sáenz de Navarrete Jaime, op. cit. supra*, nota 26, p. 126. *Cfr.* Kramer Allan, "Responsibility of and Liability of Directors for Corporate Management", *Business Lawyer*, Vol. 31, Abril, 1976; y Blalkin, Kenneth J. et. al., "A Panel Discussion on Conflicts of Interest and the Regulations on Securities", *Business Lawyer*, Enero, 1973, p. 345.

⁹¹ Zurita y Sáenz de Navarrete Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, p. 69.

de transmisión del paquete controlador de acciones. Cuando la administración de la sociedad esta 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 terminos 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 Andrews⁹² 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 análogos a las que se convinieron en relación con la venta del paquete mayoritario. La regla de la igualdad de oportunidades expuesta por el profesor 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.

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.

⁹² Andrews, William, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", Harvard Law Review, Cambridge, Mass., No. 78, pp. 505-529, 1965.

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 venden su participación en la sociedad.

3. Adquisición del Control mediante Compras Sucesivas de Acciones

Este método de adquisición del control de una sociedad pública conocido como *ramassage*, 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. 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. El término *ramassage*, es una palabra del idioma francés que significa recolectar, e implica la compra paulatina de acciones.

El método de adquisición del control que se analizará en esta sección 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, lo cual no tendrá efectos inmediatos en el precio de cotización correspondiente.

Las adquisiciones que, en forma paulatina, se efectúen en la bolsa de valores, 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 percata 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 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 de poder.

3.1. Legislación Británica

Aún cuando el *Common Law* y el *Company Law* no regulan de manera específica la adquisición de paquetes de acciones controladores, el Código de la Ciudad de Londres (*City Code*) sí 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 divulgar entre el público inversionista cierta información en cuanto a las adquisiciones realizadas. Esta norma va más allá obligando al presunto accionista 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 E.U.A.

3.2 Legislación Francesa⁹³

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 la bolsa de valores. 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 Colización ("Boletín") 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 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.

⁹³ En relación con la legislación francesa Cfr. Zurita y Sáenz de Navarrete Jaime, *op. cit. supra*, nota 26, p. 37.

3.3. Legislación Mexicana

La legislación mexicana ha 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 RNV. 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.

Un posible interesado puede adquirir un importante número de acciones de una emisora, a través de la compra negociada de un paquete accionario, especialmente cuando el mencionado paquete incluye acciones con derecho a voto, títulos que en algunos casos significan el pago de un premio, cuando se les compara con las acciones normalmente intercambiadas en bolsa, presumiblemente representativo del valor que se le confiere al control.

En términos de la LMV, de conformidad con su artículo 53, cuando los titulares de acciones inscritas en bolsas de valores realicen fuera de ellas operaciones simultáneas o sucesivas, que impliquen la transmisión de cuando menos el 10% de las acciones representativas del capital de la emisora de que se trate, tendrán obligación de informar de las mismas a la CNBV, previamente a su celebración, y de sus resultados, tres días después de que se realice la última de ellas, o bien, la circunstancia de no haberse efectuado.

Sin embargo, de conformidad con el último párrafo del propio artículo 53 de la LMV, CNBV podrá determinar respecto a las operaciones citadas en el párrafo anterior, los casos en los que el comprador deberá llevar a cabo oferta pública en bolsa, mediante disposiciones de carácter general. Esta disposición tiene por finalidad el proteger a los accionistas minoritarios de la emisora cuyas acciones son objeto de la oferta y tiene relación con la estructura de capital muy concentrada que tienen las sociedades mexicanas que cotizan en bolsa. En efecto, el referido párrafo del artículo 53 da lugar a ofertas públicas de compra que se considerarían como obligatorias, las que se conciben como un mecanismo legal para distribuir la "prima de control" de forma equitativa entre todos los accionistas, dando así cumplimiento al principio de "igualdad de trato". Asimismo, en el caso de haber una gran dispersión accionaria, el mencionado principio no

resulta afectado pues para que se presente un cambio de control se debería realizar una oferta pública de compra.

4. Adquisición del Control a través de la Obtención de Cartas Poder

Uno de los métodos utilizados para obtener el control de una sociedad sin adquirir la 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. Como se analizó en el segundo capítulo, en el ejemplo del caso Rockefeller, 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 durante el análisis de este método de toma de control, 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.⁹⁴

⁹⁴ En relación con los *proxy fights* debe consultarse a Hornstein, George D., *Corporation Law and Practice*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, E.U.A., Vol. 1, 1979; Baker, Ralph J., *Cases and Materials on Corporations*, The Foundation Press, Inc., Brooklyn, E.U.A., 1979; Henn, Harry G., *Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises*, West Publishing Co., St. Paul Minnesota, E.U.A., 1971; Loss, Louis, "The SEC Proxy Rules in the Court", *Harvard Law Review*, Cambridge Mass., E.U.A., 1966; y Rather, David L., *Securities Regulation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, E.U.A., 1978.

4.1. Antecedentes y Desarrollo de la Obtención de Cartas Poder

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. 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 E.U.A., donde nació y ha sido regulado.

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 la 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.⁹⁵

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 llevaba a cabo. Si la persona que se enfrenta a la administración pierde el concurso de obtención cartas poder, tendrá que pagar gastos sumamente elevados. Por lo contrario, el que realiza una oferta pública de compra para obtener el dominio de una sociedad, y no logra esto, 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, las ofertas públicas de compra (*tender offers*) han sido utilizadas en mayor medida como métodos de adquisición del control de las sociedades públicas.⁹⁶

No obstante lo anterior, en vista de la estricta regulación a la 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

⁹⁵ Cfr. Rodríguez y Rodríguez, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, 25ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 107.

⁹⁶ "Proxy Fights Shareholders Proposals". *New York University Law Review*, Vol. 45, Noviembre, 1970, p. 1099.

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 capital accionario 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 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 con la intención de obtener el mayor número posible de cartas poder, 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 en el control de las sociedades públicas ya que, antes de la reglamentación que haremos mención, únicamente éstas tenían acceso al mecanismo ya establecido para la obtención de la representación. Desde los años treinta, Berle y Means⁹⁷ 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 ha caído en un control de la administración 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

⁹⁷ Berle Adolf A. y Gardiner C. Means, *op. cit. supra*, nota 63, p. 48.

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 de la sociedad, el esquema de las sociedades mercantiles no funciona ya que la duplicidad de dichos cargos provoca una falla 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.

4.2. Naturaleza Jurídica

El vocablo inglés *proxy* tiene diversos significados, los cuales generan cierta confusión: (i) la facultad que se delega por un accionista a otro, (ii) el instrumento jurídico en el cual consta la propia delegación de facultad, (iii) el comisionista mismo, al cual se le llama *proxy holder*, y (iv) el ejercicio de la facultad conferida por el comitente.

Una definición más precisa la da la legislación norteamericana, la cual indica que un *proxy* es el poder que otorga un accionista a un tercero a fin de que éste ejerce 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. (Art. 2546 CC)

De lo anterior, puede concluirse que las cartas poder o *proxy* 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) en la asamblea o asambleas para las cuales se otorgue.

Como se ha visto anteriormente, la legislación de los E.U.A. 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.

4.3. Legislación Mexicana

4.3.1. Representación en las Asambleas

La LGSM señala que los accionistas podrán hacerse representar en las asambleas por mandatarios, ya sea que pertenezcan o no a la sociedad, y dicha representación deberá conferirse en la forma que prescriban los estatutos y, a falta de estipulación, por escrito. (Art. 192 LGSM)

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.

Ahora bien, de acuerdo al precepto señalado, el contrato mediante el cual surge la representación es un mandato.

Generalmente los términos mandato, poder y representación suelen confundirse. Por ello, es importante señalar las diferencias entre los mismos. Poder es la facultad concedida a una persona, llamada apoderado, para obrar a nombre y por cuenta de otra llamada poderdante. Es una de las formas de representación que tiene como fuente la voluntad del sujeto, *dominus*, mediante un acto unilateral.⁹⁸

La representación puede definirse como la facultad que tiene una persona de actuar, obligar y decidir en nombre y por cuenta de otra. Así pues, toda representación supone o exige un poder, pero estos no deben confundirse, ya que el poder es la facultad de representar, mientras que la representación es el ejercicio mismo de dicha facultad. Ambos tienen tres posibles fuentes de origen: (i) por ley, (ii) por resolución judicial, y (iii) por la voluntad unilateral de una de las partes.⁹⁹

Mientras que el mandato, es un contrato por el que el mandatario se obliga a ejecutar por cuenta del mandante los actos jurídicos que éste le encarga. En este caso, el mandatario se obliga a ejercitar por cuenta del mandante (el tenedor de las acciones) el

⁹⁸ Cfr. Pérez Fernández del Castillo, Bernardo, *Representación, Poder y Mandato*, 11ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 14.

⁹⁹ Cfr. Sánchez Medel, Ramón, *De los Contratos Civiles*, 16ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001, p. 311.

derecho de voto que a éstas corresponde a través de su asistencia a la asamblea de accionistas en la forma que lo dispuso el mandante.

La primera distinción entre poder y mandato se refiere a la fuente jurídica de la que provienen. El mandato es un contrato, el poder, es una declaración unilateral de la voluntad. En segundo término, el poder tiene como objeto obligaciones de hacer, consistentes en la realización de la representación en forma abstracta y autónoma, esto es, la actuación a nombre de otra persona para que los actos efectuados surtan efecto en el patrimonio del representado. Por su parte, el mandato no es representativo, sin embargo puede serlo si va unido al otorgamiento de un poder, es decir, el mandato siempre requiere del poder para ser representativo y surta efectos entre mandante y tercero.¹⁰⁰

Como ya se mencionó, el mandato por naturaleza y definición no es representativo, sin embargo, puede ser que simultáneamente se otorgue un mandato y un poder, en cuyo caso, se trata de un mandato con representación directa, por lo que los actos celebrados por el mandatario, repercutirán directamente en el patrimonio del mandante. En el caso de un mandato sin representación, los actos del mandatario no surten efectos directa ni indirectamente en el patrimonio del mandante.

El mandato puede ser general cuando no tiene limitación alguna; es especial, cuando se refiere a casos concretos. (Art.2553 CC)

Los poderes también pueden ser generales o especiales. Son poderes generales los que se contemplan en los tres primeros párrafos del artículo 2554 del CC, estos son: (i) los poderes generales para pleitos y cobranzas, (ii) los poderes para actos de administración, y (iii) los poderes para actos de dominio. En los tres casos, bastará que se diga que se otorgan con todas las facultades generales, con ese carácter y las especiales que requieran cláusula especial conforme a la ley, para que se entiendan conferidos sin limitación alguna. En los poderes especiales, deberán establecerse las limitaciones al mismo, o bien estipular que los mismos serán especiales. (Art. 2554 párrafo IV, CC)

El Código Civil ("CC") en el artículo 2548 señala que pueden ser objeto del mandato todos los actos lícitos para los que la ley no exige la intervención personal del interesado. 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

* Cfr. Pérez Fernández del Castillo, Bernardo, *op. cit. supra*, nota 98, p. 17.

ese derecho. Al efecto, la LGSM en el artículo 112 indica que las acciones conferirán iguales derechos y, por su parte, el artículo 113 señala que cada acción tendrá derecho a un voto.

Asimismo, el CC 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 resulta aplicable a la representación, en la mayoría de los casos en relación con las sociedades anónimas mexicanas. (Art. 2551 fracc. III, CC)

4.3.2. 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. (Art. 2562 CC) 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. (Art. 2563 CC)

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 causados. (Art. 2565 CC) 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 exigírsele la reparación de los daños causados. El mandante deberá ejercitar el mandato personalmente, a menos que se permita lo contrario. (Art. 2574 CC)

Otra obligación que se impone al mandatario es la de notificar al mandante sobre la manera en que ejecuto el encargo objeto del mandato. (Art. 2566 CC) 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.

En el caso de las asambleas de accionistas de las sociedades reguladas por la LMV, las personas que acudan en representación de los accionistas a las asambleas de la emisora, podrán acreditar su personalidad mediante carta poder otorgada en los formularios elaborados por la propia emisora y deberán reunir los siguientes requisitos: (i) señalar la denominación de la emisora y el respectivo orden del día, y (ii) el espacio para las instrucciones que señale el otorgante para el ejercicio del poder. (14 Bis 3 fracc. VI, c) LMV)

4.3.3. Las Acciones, su Depósito y el Registro de Accionistas

La acción es un título-valor, es decir un "documento necesario para ejercitar el derecho literal que en el se consigna". (Art. 5 LGTOC) Por ende, resultan aplicables a las acciones las disposiciones relativas a los títulos de crédito nominativos, en lo que no se opongan a la regulación referente a las sociedades mercantiles.

Por lo que se refiere a la representación en materia cambiaria, esta puede ser necesaria, voluntaria o ex-oficio. Es voluntaria cuando nace de la aplicación del principio de la autonomía de la voluntad, por medio del otorgamiento de un poder. (Art. 9 LGTOC) La representación ex-oficio, se refiere a la facultad que tienen los representantes de las personas morales, administradores o gerentes para suscribir y otorgar títulos de crédito como una característica inherente a su cargo. (Art. 10 LGTOC) Es importante señalar que dentro de las facultades conferidas a través de un poder general en términos de los artículos 2553 y 2554 del CC no se encuentra la de suscribir y endosar títulos de crédito. Por lo que si se desea otorgar dicha facultades, esto debe hacerse por escrito y dicha facultad debe hacerse constar dentro del poder general.

El profesor Joaquín Rodríguez y Rodríguez¹⁰¹ define el 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 "aún 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".

¹⁰¹ Rodríguez y Rodríguez Joaquín, op. cit. supra, nota 95, p. 107.

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 Indeval, ya que esto resultaría muy impráctico en vista de la enorme cantidad de títulos que tendrían que retirarse en cada una de dichas asambleas. Por tanto, el propio Indeval 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. (Art. 78 LMV)

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. (Art. 128 LGSM) Esto en virtud de que la sociedad considerará como dueño de las acciones a quien aparezca inscrito como tal en el registro. (Art. 129 LGSM) El registro, según el maestro Phillip Frisch¹⁰² es necesario para que la transmisión surta efectos frente a la sociedad y frente a terceros, y funciona, por ende, como proyección de efectos internos, causados en la esfera interna entre transmisor y adquirente por el acto de la transmisión misma, frente a la sociedad anónima y terceros. Por tanto, la sociedad sólo 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.

¹⁰² Frisch Phillip Walter, *op. cit. supra*, nota 17, p. 271.

4.4. Venta del 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 inherentes 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 compraventa 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.

4.5. Adquisición Temporal del 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: (i) el reporto, (ii) el préstamo, y (iii) el depósito.

(i) 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, más un premio". El reporto se perfecciona con la entrega de los títulos y por su endoso cuando éstos sean nominativos. (Art. 259 LGTOC)

Por lo anterior, podría pactarse un reporto por un plazo de un día, mediante el cual el reportado transfiriere 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 puede 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". (Art. 262 LGTOC)

De lo expuesto se puede 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 de que dichas acciones sean representadas por la casa de bolsa en que estén depositadas.

(ii) 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". (Art. 2384 CC)

Expresamente el CCo 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 a favor del prestador. (Art. 359 CCo)

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, quien estaría facultado para ejercitar los derechos inherentes a

las acciones por ese día. Terminado el plazo en que se otorgó el préstamo, el prestatario regresaría las acciones y pagaría el prestador una suma como contraprestación.

(iii) Depósito. El depósito es un contrato "por el cual el depositario se obliga hacia el depositante 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". (Art. 359 CCo)

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". (Art. 335 CCo) En tal virtud, el depositario podrá ejercitar el derecho de voto de las acciones que mantiene depositadas.

4.6. Acciones depositadas en Casas de Bolsa

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 solicite el acudir a éstas.

En efecto, la cláusula décima séptima del contrato que celebra el cliente 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 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 para ellos 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 escrito, 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.

5. Oferta Pública de Compra de Acciones

Como ya se explico en el capítulo uno, la oferta pública de compra de acciones (*tender offer*) consiste en una oferta efectuada por una persona con el objeto de adquirir tales valores, dirigida a los accionistas de la emisora objeto de la oferta, por una contraprestación determinada, en dinero o en títulos (*exchange offer*). Se trata, así, de un mecanismo de toma de control de emisoras y en tal sentido se considera un mecanismo de sanción contra las emisoras ineficientes o mal administradas cuyas acciones se deprecian y son objeto de compras en el mercado por parte de otras sociedades o personas físicas o morales que controlan estas últimas, que advierten o detectan la posibilidad de realizar un buen negocio. Un requisito esencial de este tipo de ofertas es que el precio de dicha contraprestación supera generalmente el valor de mercado de la acción objeto de la oferta, como una condición necesaria para inducir a los accionistas a vender sus acciones, denominándose a dicha diferencia como la "prima" o el "premio" de la oferta. De tal manera, que el que ocurra este tipo de ofertas representa una muy buena noticia para los accionistas que se ven recompensados con un premio inesperado.

La oferta es realizada por un período de tiempo limitado, aunque éste puede ser extendido, y es ampliamente difundida, no sólo en las bolsas donde cotizan las acciones,

sino en los diarios de mayor circulación del lugar donde se lleva a cabo la oferta. Los accionistas que aceptan la oferta deben transferir sus acciones a una institución depositaria que actúa como agente del oferente y deben llenar los respectivos documentos de venta. Asimismo, la oferta está generalmente sujeta a una serie de condiciones precedentes que deben de cumplirse para perfeccionar la misma, principalmente que esta sea aceptada por accionistas que representen una cantidad mínima de acciones, generalmente un porcentaje que asegure el control de la emisora, así como otras condiciones importantes para proceder al cierre de la operación, como puede ser la falta de oposición de las autoridades regulatorias y de supervisión, tanto del mercado de valores como las de competencia.

Las estrategias utilizadas por los oferentes son variadas, pero usualmente siguen un patrón consistente en adquirir en operaciones de mercado abierto un porcentaje inicial relevante que va del 5% al 20% y que le permite "hacer pie" (toe-hold) en la emisora, de manera barata considerando que se compran acciones a precio de mercado sin un premio, para más tarde lanzar una oferta de compra por un porcentaje que le asegure el control de la emisora. Una segunda etapa puede consistir en una oferta posterior por las acciones remanentes en una nueva oferta pública (ofertas en dos etapas)¹⁰³ o bien un proceso de fusión entre el oferente y la emisora cuyas acciones son objeto de la oferta.

Considerando que las ofertas públicas de compra constituyen una apelación directa a los accionistas, sin pasar por la previa aprobación de los órganos de administración de la emisora, son utilizadas usualmente cuando una negociación directa con los referidos órganos, como una fusión, han fracasado. De tal manera, y considerando que los órganos de administración tienen diferentes mecanismos de defensa para oponerse a ofertas públicas de compra, este tipo de operaciones puede resultar en distintas formas de lucha o disputas legales entre las partes. Así, cuando la oferta pública de compra se inicia sin haber obtenido el previo acuerdo o visto bueno del consejo de

¹⁰³ Las ofertas estructuradas en dos etapas tienen la característica de que ofrecen adquirir un porcentaje inicial que les asegure el control de la compañía y luego adquirir el restante porcentaje de acciones vía una compra de las mismas a un precio inferior o pagando una contraprestación con acciones o títulos valuados al mismo precio, o bien, recibiendo acciones en un posterior proceso de fusión entre el oferente y la sociedad cuyas acciones son objeto de la oferta. Quiénes se oponen a este tipo de operaciones argumentan que existe una especie de coerción por parte del oferente que obliga a los accionistas a aceptar la oferta no porque piensen que el valor de la oferta es el adecuado, sino por miedo a no aceptar y quedarse atrapado como accionista minoritario con la única salida de tener que aceptar una segunda oferta a un precio generalmente inferior o bien padecer una fusión posterior a valor que también puede ser desfavorable. En estos casos, se argumenta que el accionista está sujeto a un problema de elección colectiva que lo puede hacer aceptar una proposición que si hubiera sido tomada considerando los intereses de los accionistas en su conjunto no hubiera sido aceptada.

administración de la emisora de que se trate, se les conoce como ofertas de compra no solicitadas (*unsolicited bid*). Por otro lado, cuando la oferta pública de compra cuenta con la negativa u oposición del consejo de administración de la emisora se le considerará como hostil (la "**Oferta Pública de Compra de Acciones Hostil**") u "**Oferta Coercitiva**").

De conformidad con el artículo 15 Bis de la LMV, las ofertas públicas de compra se deben regir por disposiciones de carácter general emitidas por la CNBV, las que consideran, entre otros, el contenido de la solicitud correspondiente, los términos y condiciones de la oferta y la información que deberá ser revelada al público por el adquirente.

Como se trata de contratos de compraventa de acciones que se implementan por fuera de los carriles habituales de las operaciones de bolsa, el derecho bursátil las ha regulado de manera específica por medio de leyes como la LMV y por normas dictadas por organismos como la CNBV. La CNBV ha dictado disposiciones que regulan las ofertas públicas, estableciendo particulares requisitos y exigencias, en protección de los inversionistas tenedores de la especie de acción objeto de la oferta de compra.

Este tipo de operaciones involucra casi siempre montos millonarios, lo que hace que constituyan transacciones de gran importancia corporativa en la vida de las empresas.¹⁰⁴ Las razones que han hecho que la ola de OPCAs hostiles haya resurgido en los años noventas, luego de un breve período de quietud hacia fines de la década de los ochentas y principios de los noventas, son variadas y complejas. Sin embargo, los estudios teóricos sobre éste tipo de fenómenos han resaltado ciertas condiciones estructurales que han favorecido a estas operaciones. La intensificación de una verdadera competencia global es quizá una de las más poderosas. Otras, no menos importantes, han sido el fenomenal cambio tecnológico y el fenómeno de Internet que han hecho más eficientes a las compañías globales, y también ciertos cambios en los marcos regulatorios de algunas industrias que han favorecido la mayor competencia y los procesos de desregulación, en especial en industrias como las de las aerolíneas comerciales, las entidades financieras, las telecomunicaciones y las compañías de servicios públicos.

¹⁰⁴ Este tipo de operaciones son comunes en estos días en todo el mundo, pudiendo señalar en los últimos tiempos las ofertas públicas de Olivetti en Italia, para la compra de acciones de Telecom; de Endesa de España, para la compra de Enerjis, en Chile, y más recientemente, la oferta que el mayor operador de telefonía móvil en el mundo, Vodafone, hizo por la firma alemana Mannesmann, entre otras.

Las OPCAs constituyen operaciones del mercado de valores de indudable interés económico y jurídico, pues son mecanismos de apelación pública al mercado y en particular a los accionistas de una sociedad anónima cotizada para que vendan sus valores al oferente, con la finalidad de obtener o mejorar el control de la citada sociedad. Se trata de una técnica propia del mecanismo de concentración económica inherente al capitalismo, mediante la cual grandes corporaciones buscan tomar el control de otras corporaciones, mediante la adquisición de una cantidad de acciones, o derechos o instrumentos que dan derecho a adquirir acciones, que les confieran los votos suficientes para formar la voluntad social en las asambleas. Por ello las distintas regulaciones contemplan supuestos de adquisición de una cantidad suficiente para ejercer el control de otra sociedad o tener en ella una influencia significativa.

El tratamiento legal que este tipo de ofertas tiene en el derecho comparado admite dos formas de tratamiento. El de regular las ofertas a fin de reglamentar la información mínima que debe recibir el inversionista, pero admitiendo la negociación de los paquetes de control en forma privada como es el caso en los E.U.A., o bien estableciendo un procedimiento obligatorio de OPCAs para adquirir el control por parte de cualquier oferente como sucede en la Unión Europea.

El mecanismo inspirado en el derecho comunitario de imponer al oferente que en tales casos realice una OPCA en el mercado de valores, dirigida directamente a los accionistas, tuvo por finalidad la de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad cuyas acciones son objeto de la oferta y tiene relación con la estructura de capital más concentrada que tienen las empresas europeas comparadas con las americanas. En efecto, las OPCAs obligatorias se han concebido como un mecanismo legal para distribuir la "prima de control" de forma equitativa entre todos los accionistas, dando así cumplimiento al principio de "igualdad de trato". Por el contrario, este principio no resulta afectado en el caso de haber una gran dispersión accionaria, ya que todo cambio de control importará necesariamente una oferta general que tiene por efecto distribuir la prima de control en forma amplia. Es quizá por ello que en el mercado americano el acento se pone más sobre el "deber de informar" por parte del oferente.

Se soslaya de esa forma una negociación con los administradores de la sociedad cuyas acciones son objeto de la oferta, para evitar que éstos obstaculicen la venta, porque generalmente ellos tendrán intereses contrapuestos o, al menos, en conflicto con

los accionistas. Y ello porque generalmente como consecuencia de la concreción de la operación sobrevenga la sustitución de esos administradores por personas de confianza de la corporación oferente.

Se debe recordar que las tesis más liberales sostienen que debe dejarse librado al mercado y al libre juego de la oferta y demanda, la marcha de las sociedades y las operaciones de compra de acciones. Si una sociedad es ineficiente o es administrada en forma ineficiente, tales ineficiencias pueden dar lugar, como una consecuencia de la reducción de los precios de las acciones en el mercado bursátil, a la toma de control por un grupo hostil. De esta forma las ofertas de compra efectuadas a través del mercado juegan como un mecanismo disciplinario, sancionador de la deficiente conducción de la corporación. Pero no siempre se trata de mecanismos sancionadores de la actuación de los directivos, sino que existen ofertas de compra de acciones de corporaciones bien administradas, con acciones con precios en alza, es decir situaciones donde no se puede decir que todas las OPCAs correspondan a una sanción del mercado.

Sin embargo, cualquiera que sea el enfoque que se siga, en general ha prevalecido la tesis que sostiene la necesidad de que el Estado, a través del organismo de la administración que regula al Mercado de Valores, intervenga reglamentando esas operaciones, a fin de proteger a los accionistas minoritarios y garantizarles a todos información plena e igualdad de trato. En efecto, la trascendencia económico-política de este tipo de transacciones es evidente, no sólo desde el punto de vista de garantizar la protección de los inversionistas, sino también desde el punto de vista de control de eventuales agrupaciones monopólicas.

El profesor Alejandro Fargosi⁶⁵ plantea que una regulación adecuada sobre la materia debe contemplar al menos los siguientes aspectos: (i) las condiciones de admisibilidad o denegación de la solicitud de autorización para realizar una OPCA o cambio de acciones ante la Comisión Nacional de Valores, (ii) la publicidad suficiente de la proposición contractual efectuada que asegure el conocimiento por parte de los accionistas de la sociedad, cuyas acciones se ofrece adquirir, (iii) la determinación de las modalidades a que podrá someterse la oferta, como, por ejemplo si puede o no limitarse a la adquisición de un número determinado de títulos; si puede reiterarse la misma una vez

⁶⁵ Fargosi, Alejandro E., "La Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Su regulación", Información Empresarial, Vol. 15, pp. 7-8, 1972, www.opcd.org

alcanzado el control de la sociedad; si pueden; y en qué casos, variarse las condiciones una vez hecha pública la oferta; y si pueden limitarse a la propuesta de compra de una determinada clase de acciones, (iv) el control, prevención, y sanción de los bloqueos desleales que puedan hacer a la oferta los controladores y/o la propia administración de la sociedad cuyas acciones son objeto de la oferta, (v) la posibilidad de admitir "contra-ofertas", (vi) la obligación de todo accionista que tenga conocimiento de una oferta, cuya naturaleza haga suponer su carácter público, de informar a la Comisión Nacional de Valores el referido ofrecimiento, a fin de que se encuentre en posibilidad de fiscalizar adecuadamente la realización de ofertas públicas de compra o cambio, (vii) un régimen que establezca sanciones acordes con los caracteres de la operación de compra descrita, (viii) la conveniencia de exigir al oferente garantías reales o avales bancarios que aseguren su solvencia patrimonial, e inclusive respondan de su eventual incumplimiento ante los co-contratantes, y (ix) la facultad o no de los accionistas minoritarios de acogerse a la oferta una vez vencido su plazo, cuando haya pasado el control de la sociedad al oferente.

5.1. La Oferta Pública de Compra de Acciones Hostil - Oferta Coercitiva

Las razones y explicaciones que los académicos y especialistas financieros han dado para fundamentar la ola de fusiones y adquisiciones que comenzó en la década de los años ochentas es variada, aunque la mayoría de estas opiniones ve en este tipo de transacciones una creación de valor para las partes así como para la economía. No faltan sin embargo, aquellos que han visto en las OPCAs, en especial de las hostiles, una fuerza destructora de riquezas, empleos o formas de explotación de los consumidores por limitaciones a la competencia que pueden resultar de estas operaciones.

Mientras que las opiniones de aquellos vinculados a las finanzas han visto mayoritariamente en estas operaciones una creación neta de valor, ya que los sectores vinculados a los grupos empresariales que se vieron amenazados por esta ola de ofertas hostiles crearon una fuerte resistencia contra este tipo de operaciones. Esta resistencia se ha visto reflejada en la mala prensa que las OPCAs tuvieron en los ochentas, especialmente cuando se trataba de compras que se financiaban en su mayor parte con deuda especulativa, y luego, en una serie de legislación *antitakeover* que inicialmente fue aprobada a nivel estatal en los E.U.A., así como otros mecanismos de defensa que han dado lugar a los más creativos e ingeniosos dispositivos legales que ha producido el

derecho corporativo, comúnmente denominados *poison pills* u otros mecanismos *antitakeover*, los cuales se abordarán de manera más amplia en el siguiente capítulo.

En el ámbito de la oferta pública, el principio de libre transmisión de las acciones constituye un aspecto esencial del mercado de valores, el cual subyace en las distintas operaciones de compraventa que existen en el mismo. Sin embargo, la transmisión de acciones en bloque constituye una excepción a ese principio rector del mercado de valores. En efecto, en el mercado de valores el procedimiento típico para la transferencia de un bloque de acciones es el de las OPCAs, procedimiento que en todos los mercados se sujeta a un procedimiento reglamentado fundado principalmente en el principio de transparencia que debe imperar en los mercados. A su vez, las OPCAs están íntimamente vinculadas al mercado de control societario y a la decisión del adquirente de hacerse del control apelando en forma directa a los accionistas.

5.2. Derecho Comparado

5.2.1. Regulación en los E.U.A.

La regulación norteamericana de las OPCAs tiene dos fuentes del derecho aplicables a estas transacciones. La primera es la prevista en las normas federales y disposiciones reglamentarias de la SEC producto de la reforma a la *Securities and Exchange Act* de 1934, reformada en 1968 por la *Williams Act*, por la cual se incluyeron dos secciones específicas aplicables a las ofertas de compra (la Sección 13(d)(e) y 14(d)(e)) que comentaré más adelante y que tratan de adquisiciones de acciones vía operaciones de mercado y *tender offers*.

La segunda fuente está constituida por las leyes estatales que a partir de la década de los años setentas, y producto de la influencia de los grupos empresarios fueron adoptadas en distintos estados. Este tipo de legislación tiene en común que impone restricciones y barreras adicionales a las previstas en las normas federales con el objeto de demorar la oferta, y en consecuencia darle más tiempo a la administración para reaccionar, o bien introducir requisitos de información más importantes que los previstos en las normas federales. A continuación haré una breve descripción de los principales principios legales aplicables a las OPCAs en los E.U.A.

(i) Normas Federales. Las normas federales que fueron incluidas en el Acta de 1934 por la *Williams Act* se fundaron en otorgar a los inversionistas un nivel de protección similar a través de ciertos requisitos de información presentada por el oferente al que existía para

la presentación de ofertas de canje o presentación de cartas poder. En efecto, antes de la *Williams Act* las ofertas en efectivo estaban exceptuadas de la obligación de registro por parte del oferente y en consecuencia constituían una forma rápida y sorpresiva para hacerse del control de una sociedad. La idea que sustenta la regulación es permitir al inversionista tomar una decisión que no esté bajo la presión de términos coercitivos por parte de los oferentes, y en alguna medida, dar a las sociedades señales de alerta de cuando una oferta de compra puede estar en camino.

La Sección 13(d) establece que cualquier persona¹⁰⁶ distinta del emisor que adquiera, directa o indirectamente, un interés como titular beneficiario¹⁰⁷ de más del 5% de una clase de títulos de capital registrado bajo la sección 12 del Acta de 1934, debe registrar con la SEC, dentro de los 10 días de alcanzado dicho porcentaje, un formulario de registro denominado *Schedule 13-D* con la toda la información requerida por la sección 13(d)(1).¹⁰⁸ En el caso de inversionistas institucionales los requisitos de información son menores, y deben presentarse conforme el *Schedule 13-G*.

La información a ser revelada incluye hechos acerca de la identidad y antecedentes del comprador, el origen de los fondos usados para la adquisición de los títulos, el número y porcentaje de títulos mantenidos por dicha persona. Si el comprador tiene planes de adquirir el control de la sociedad, el comprador debe divulgar "cualquier plan o propuesta que dicha persona pueda tener para liquidar al emisor, vender sus activos, fusionarse con otra persona o hacer cualquier cambio importante en el negocio o estructura corporativa del mismo".¹⁰⁹

La norma prevé excepciones al deber de informar cuando se trate de adquisiciones que, sumadas a todas las compras realizadas en los últimos 12 meses no excedan del 2%.

¹⁰⁶ La definición de persona prevista en la Sección 13 (d) 3 incluye: "dos o más personas actuando como un *partnership*, *limited partnership*, grupo sindicado, u otro grupo con el propósito de adquirir, retener o disponer de los títulos del emisor".

¹⁰⁷ El término de la norma es *beneficial ownership*, y por lo tanto refleja a aquellos que poseen a nombre de terceros títulos en su beneficio.

¹⁰⁸ Información similar deben registrar los emisores cuando adquieran sus propias acciones, por sí o a través de una afiliada, conforme a lo dispuesto por la Sección 13(e).

¹⁰⁹ El punto número 4 de la Sección 13(d) requiere una manifestación referida al propósito de la adquisición de los títulos y la descripción de cualquier plan relativo o que pueda resultar en: (i) la adquisición de títulos adicionales del emisor, (ii) cualquier cambio en la dirección o administración del emisor, (iii) cualquier reorganización, liquidación, o venta material de activos del emisor, (iv) cambios en los negocios o estructura del emisor, en su capitalización o política de dividendos, (v) modificación de los estatutos del emisor para hacer más dificultosa una adquisición, (vi) hacer retirar y sacar de cotización a una clase de títulos, (vii) hacer que una clase de títulos se elegible para el retiro de oferta pública por tener una dispersión menor a los 300 tenedores. En general, cualquier acción similar a las antes indicadas deberá también ser informada.

Por lo tanto, una persona que es titular del 15% de los títulos emitidos puede incrementar su posición anualmente en menos del 2%, sin necesidad de registrar el *Schedule 13-D*.

Las personas que incumplan con la obligación de revelar la información prevista por la norma puede ser objeto de una medida cautelar contra la compra de nuevos títulos hasta que la norma sea cumplida. La SEC también ha obtenido la devolución de las ganancias realizadas por los compradores de acciones en violación a la norma citada.

Como vemos, la norma no es directamente aplicable a las ofertas de compra, pero si tiene un efecto indudable en estas transacciones. En primer lugar, recordemos que una transacción de adquisición de acciones vía una oferta se lanza luego de haber realizado una compra inicial significativa, que en virtud de la norma aquí estudiada será la primera señal para la sociedad de que un tercero ha hecho una adquisición significativa que puede derivarse en una compra hostil. En segundo lugar, el oferente tiene 10 días para registrar la fórmula debida, periodo en el cual puede obtener un porcentaje significativo de la compañía antes de que la sociedad sepa quien es el comprador.

Por lo que respecta a la Sección 14(d) del Acta de 1934 así como a las normas reglamentarias de la SEC, ambas prevén el registro de un formulario con información relativa al oferente y a los términos de la oferta al momento del lanzamiento de la misma. La Sección 14(d)(1) del Acta requiere que todo material relativo a la oferta sobre títulos de capital sujetos a los requisitos de información periódica bajo la sección 12 del Acta debe ser debidamente registrado con la SEC. La Regla 14(d)(1) de la SEC define las ofertas de compra comprendidas en las normas y establece el formulario de registro *Schedule 14-D* a ser presentado ante la autoridad de contralor, la bolsa donde cotizan los títulos que se intentan adquirir y con la compañía cuyas acciones son objeto de la oferta. Cuando la contraprestación prevista en la oferta incluye títulos no exceptuados para su registro ante la SEC de acuerdo al Acta de 1933, un prospecto debe registrarse en relación a dichos títulos conforme lo previsto en la *Securities Act* de 1933.

Las normas prevén¹¹⁰ que el inicio de la oferta de compra se produce a las 12:00 horas del día en que primero se produce la publicación del formulario de registro (en su forma completa o abreviada) o se realice el primer anuncio público de la misma.

¹¹⁰ Conforme a la Regla 14(d)(2) de la SEC.

En lo esencial, la información que debe ser dada a conocer al mercado en base con la información prevista por el formulario de registro es la siguiente: (i) el nombre del oferente y sus antecedentes, incluyendo cualquier violación a las normas de títulos producida en los últimos 5 años, (ii) el nombre de la compañía cuyas acciones son objeto de la oferta, (iii) la clase de los títulos objeto de la oferta, (iv) el origen de los fondos a ser usados en conexión con la oferta, (v) cualquier contrato, transacción o negociación en los tres años precedentes entre el oferente y la compañía objeto de la oferta, o sus directores u oficiales o relaciones actualmente vigentes, (vi) el propósito de la oferta, y (vii) los planes del oferente en relación con la compañía objetivo. Asimismo, también debe ser revelado cualquier contrato, acuerdo, entendimiento o relación entre el oferente, sus oficiales, directores, controladores o subsidiarias y la compañía objetivo. El formulario de registro también demanda revelar que personas han sido contratadas y compensadas en relación con la oferta, así como la situación financiera del oferente.

El plazo de duración de la oferta es de 20 días hábiles. A su vez, todo cambio a la oferta como un aumento en el precio o consideración a pagarse por parte del oferente implicará a su vez una extensión adicional de 10 días hábiles más.

La Regla 14(d)(5) establece la obligación de la compañía objetivo a responder a una solicitud del listado de accionistas por parte del oferente en el marco de una oferta de compra. En consecuencia, si la solicitud del oferente es realizada conforme los términos previstos en la norma, la sociedad tiene tres días para poner dicho listado a disposición del oferente o, bien puede optar por enviar el material de la oferta a todos sus accionistas, debiendo informar luego al oferente.

Por otro lado, las normas¹¹¹ dan a los accionistas el derecho a retractarse y retirar de depósito las acciones "tendidas" dentro de los 15 primeros días de la oferta. Dicho plazo será extendido a 10 días más en caso de existir una oferta competitiva

La Sección 14(d)(G) establece que en el caso de ofertas parciales, cuando el número de acciones ofrecidas es mayor a la cantidad máxima que se propone adquirir, el oferente debe comprar las acciones en base con la regla de prorrateo.

Como una forma de asegurar el trato igualitario a los accionistas, la Sección 14(d)(7) establece que si el oferente incrementa el precio de la oferta, dicho precio

¹¹¹ La subsección 14(d)(5) del Acta del 34 preveía siete días, plazo que fue extendido a 15 por la SEC, conforme a la Regla 14(d)(7).

mejorado también debe ser pagado a aquellos accionistas que habían aceptado la oferta a un menor precio y habían procedido a depositar las acciones antes de conocer la mejora de la oferta. Esta regla es conocida como la regla del "mejor precio".

Luego de la decisión de la Suprema Corte del Estado de Delaware en el caso de *Unocal* por la cual ésta sostuvo que una recompra a todos los accionistas con exclusión del oferente hostil era válida, la SEC adoptó una regla que requiere un estricto tratamiento igualitario a todos los accionistas, prohibiendo una exclusión de ese tipo. En consecuencia, la SEC ha tomado la posición que un requisito de tratamiento igualitario a los destinatarios de una oferta de compra es un requisito necesario y apropiado para implementar adecuadamente la *Williams Act*.¹¹²

La Sección 14(e) del Acta de 1934 constituye una norma antifraude que expresamente se refiere a las ofertas de compra,¹¹³ y que sanciona cualquier declaración falsa u omisión material a las normas de *disclosure* antes mencionadas, así como actos de manipulación o fraude en conexión con una OPCA.

Algunos aspectos de la norma son de interés a nuestro punto. En primer lugar cabe destacar que el oferente estará sujeto a esta norma cuando el material de la oferta incluye erróneamente u omite alguna información material, estando éste al tanto de dicho defecto o siendo claramente negligente. En segundo lugar, el defecto debe tener alguna materialidad, siendo en tal sentido aplicables los principios establecidos por la Suprema Corte para los casos de solicitudes de poderes.¹¹⁴ Por último, el hecho tampoco debe consistir en información pública, que estaba disponible en el mercado o que figuraba en los reportes financieros.

(ii) Normas Estatales. A partir de la sanción de la *Williams Act* en 1968, y a medida que la práctica de las adquisiciones hostiles pasaron a ser una práctica aceptada en la comunidad financiera, numerosos estados habían adoptado distintos tipos de legislación

¹¹² Cfr. el SEC Release No.34-23421 del 11 de julio de 1986.

¹¹³ La norma establece que: *It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation for security holders in opposition to or in favor of any such offer, request or invitation.*

¹¹⁴ En especial el caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (426 U.S. 438. Supreme Court of the United States, 1976). Básicamente el principio aplicable es que un hecho es material si existe una importante probabilidad que, bajo las circunstancias aplicables al caso, el hecho omitido habría asumido una significación actual en las deliberaciones de un accionista razonable, en el sentido de que dicho dato altere el "mix" de información disponible para tomar la decisión.

antitakeover, bajo el efecto del fuerte lobby de los grupos empresariales y con el pretexto de buscar una mayor protección para los accionistas. En el año 1982, al momento en que la Suprema Corte de los E.U.A. puso en duda la validez de varios aspectos de la legislación del Estado de Illinois,¹¹⁵ había 37 estados que habían adoptado una regulación específica en relación con las ofertas de la norma que más se cuestionó era la facultad del Estado de bloquear la oferta si éste consideraba que era inadecuada, injusta o se trataba de una fraudulenta adquisición. Luego de éste y otras fallos adversos a dichos estatutos, distintos estados pasaron una nueva legislación que se adecuaba a los criterios establecidos por la Suprema Corte.

Conforme a la nueva legislación, es común que las leyes estatales otorguen a la administración un amplio poder en el ejercicio de su facultades fiduciarias, considerando no sólo los intereses de los accionistas, sino también de otros interesados como los empleados, clientes, proveedores, etc. Muchos estados¹¹⁶ han establecido una mayoría especial para el caso de ciertas decisiones relativas a fusiones y otras transacciones de cambio de control o han dispuesto que, en caso de una adquisición de un porcentaje igual o mayor al 30% los restantes accionistas tienen el derecho a que se les recompren sus acciones a un precio justo más un premio.

5.2.2. Regulación en la Unión Europea

La Propuesta Modificada de la Decimotercera Directiva del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a Ofertas Públicas de Adquisición, publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (versión relativa a España) el 24 de enero de 2001 (la "Directiva") era el proyecto de norma que inspira el tratamiento de estas operaciones en la legislación europea. Esta propuesta tenía su antecedente inmediato en la Primera Propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo, cuyos principios inspiradores eran la transparencia e igualdad de trato de todos los accionistas, así como la protección del oferente frente a las maniobras defensivas de los administradores. En junio del 2000, el Consejo de la Unión Europea,¹¹⁷ adoptó una posición común en vistas a la Directiva del

¹¹⁵ En efecto, en el caso *Edgar v. MITE Corporation* (481 U.S. 69, Supreme Court of the United States, 1982) la Corte estableció que ciertos aspectos de dicha legislación constituían una carga no permisible al comercio interestatal. En especial, la norma que más se cuestionó era la facultad del estado de bloquear la oferta si éste consideraba que era inadecuada, injusta o fraudulenta.

¹¹⁶ Tal es el caso del Estado de Pensylvania y su reforma a la ley de sociedades del año 1983.

¹¹⁷ Bruselas, 9 de junio de 2000, Consejo de la Unión Europea, Expediente Interinstitucional 1995/0341 (COD), página de internet de Derecho de la Unión Europea, www.europa.eu.int/eurlex/es/com

Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativas a las ofertas públicas de adquisición.

El preámbulo de la Resolución del Consejo de la Unión Europea, paso previo a la Directiva, define ciertos principios generales sin pretender regular en detalle cada aspecto concreto, estableciendo en su artículo 3º que los principios en los que se basa y que deben ser garantizados por la legislación de todos los Estados miembros son: (i) la igualdad de trato y oportunidades de todos los tenedores de títulos de la sociedad afectada, en particular, si una persona adquiere el control de una sociedad, en cuyo caso se deberá proteger a los demás titulares de valores, (ii) el principio de información que permite que los tenedores tomen una decisión con suficiente conocimiento de causa, (iii) el principio de que el órgano de administración de la sociedad afectada debe obrar en interés de todos los accionistas sin que pueda obstaculizar el normal desarrollo de la OPCA, (iv) la prohibición de que se creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la sociedad oferente ni de cualquier otra sociedad implicada en la oferta de forma que el alza o el descenso de las cotizaciones de los valores sea artificial y se distorsione el funcionamiento normal de los mercados, (v) un oferente sólo hará una oferta después de garantizar que dicha oferta puede hacer frente íntegramente a todo pago en efectivo en caso de proponerla y de tomar todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de pago, y (vi) el principio de que la sociedad afectada no debe ver sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus títulos sean objeto de una OPCA durante más tiempo del razonable.

La adopción de esta Resolución del Consejo como una norma vigente dentro del Derecho Comunitario parece ahora un objetivo más fácil de cumplir en el corto plazo, por cuanto dicha resolución ha allanado las importantes diferencias que existían entre los distintos estados miembros sobre algunos aspectos esenciales de la regulación, tal como si las OPCAs deben ser totales o pueden admitirse las OPCAs parciales, así como aquellos que pretenden un mayor ámbito de movimientos defensivos a los administradores.

Los siguientes aspectos deben resaltarse de esta Resolución del Consejo de la Unión Europea:

- (i) Se trata de "normas mínimas" que intentan establecer ciertos "principios comunes" en el ámbito de la Unión Europea, especialmente en el caso de operaciones transfronterizas de adquisición o de toma de control, pudiendo los

- estados ofrecer por separado niveles de protección adicional (considerando 3 y 4).
- (ii) La Resolución sigue el criterio de la Propuesta en el sentido de establecer un sistema de OPCA total a *posteriori*, aunque no descarta que los estados puedan adoptar un sistema de OPCA parcial en forma simultánea o previa al cambio de control (considerando 5 y 7).
 - (iii) La norma se aplica a todos los "mercados regulados" de los Estados miembros, sea que éstos estén sujetos a normas legales o de autorregulación de los mercados, pero excluye a las sociedades de inversión colectiva (Art. 1).
 - (iv) Cada Estado miembro deberá designar quien será la autoridad competente que hará las veces de autoridad de control de esta norma, previéndose que en el caso de los valores, cuando esté admitida su cotización en varios Estados, tendrá competencia la autoridad del Estado de incorporación de la sociedad afectada; o de no cotizar allí, será la autoridad donde cotizan o donde cotizaron por primera vez si están admitidos en varios Estados (Art. 4).
 - (v) La Resolución manda a velar por los accionistas minoritarios, haciendo obligatoria la necesidad de una oferta a todos los accionistas de valores con derecho a voto por hasta el total de sus participaciones a un precio equitativo, según lo regulen los Estados miembros, estableciendo que cuando la oferta no consista en valores líquidos deberá darse una opción en efectivo. Mientras los Estados hayan adoptado otros medios adecuados, éstos podrán seguir aplicándolos por un período transitorio (Art. 5).
 - (vi) La Resolución establece la obligación de una pronta publicidad de la decisión de realizar una oferta y establece la obligación de presentación de un folleto de oferta por parte del oferente, a fin de que los titulares tomen una decisión debidamente informada. Dicho folleto estará sujeto a la autoridad de control, no pudiendo otros Estados miembros exigir nuevos requisitos, excepto por información específica del mercado del Estado miembro. Dicho folleto deberá contener: (a) el contenido de la oferta, (b) la identidad del oferente o, cuando éste sea una sociedad, la forma, denominación y el domicilio social, (c) los valores o la categoría o categorías de valores a los que se refiere la oferta, (d) la contraprestación ofrecida por cada valor o categoría de valores,

y en caso de ofertas obligatorias, el método de valoración utilizado para determinarla, con pormenores acerca del modo en que se entregará esa contraprestación, (e) el porcentaje o número de valores máximo y mínimo que el oferente se compromete a adquirir, (f) la indicación de las posibles participaciones anteriores del oferente, o de personas que actúan en concierto con él, en la sociedad afectada, (g) condiciones a las que se sujeta la oferta, (h) intenciones del oferente respecto de las actividades futuras de la sociedad afectada, sus empleados y su dirección, incluyendo cambios en el empleo, (i) el plazo de aceptación de la oferta, (j) en caso de la contraprestación ofrecida consiste en valores, la oportuna información sobre los mismos, (k) información sobre la financiación de la oferta, y (l) la identidad de las personas que actúen de concierto con el oferente o con la sociedad afectada, en el caso de sociedades, su forma, denominación y domicilio social, así como su relación con el oferente y, de ser posible, con la sociedad afectada (Art. 6).

- (vii) Establece que el plazo de aceptación mínimo será de dos semanas y máximo de diez semanas (Art. 7).
- (viii) Los Estados miembros deberán velar porque se adopten normas que garanticen la transparencia y publicidad de la oferta (Art. 8).
- (ix) Se establece como obligación del órgano de administración de la sociedad afectada la de abstenerse de tomar cualquier medida, excepto la búsqueda de ofertas alternativas, que pueda frustrar la oferta, en particular emitir acciones, a menos que haya recibido una autorización previa de la asamblea de accionistas durante el plazo de aceptación de la oferta; así como la obligación de dar a conocer su opinión fundada sobre la oferta (Art. 9).
- (x) Los Estados deberán regular las siguientes cuestiones: (a) caducidad de la oferta, (b) revisión de la oferta, (c) ofertas competidoras, (d) publicación del resultado de la oferta, y (e) irrevocabilidad de la oferta y condiciones permitidas.
- (xi) Cada Estado miembro establecerá las sanciones aplicables en caso de infracciones de las disposiciones adoptadas en aplicación de la Directiva.

6. La Prima de Control

Toda regulación sobre OPCAs debe enfrentarse a tomar una posición respecto de un aspecto esencial: ¿puede un accionista que controla un bloque mayoritario de acciones de una sociedad pública vender en una negociación privada dicho bloque a un precio significativamente mayor al de mercado? Es decir, es la OPCA el único mecanismo disponible para obtener el control de una sociedad pública o debe admitirse la posibilidad de negociaciones privadas de un bloque de control sin que los minoritarios se favorezcan de dicha negociación y participen de la "prima" de control. A su vez, ¿debe la prima de control ser compartida entre todos los accionistas o puede ser apropiada únicamente por el accionista controlador?

Después de haber descrito los mecanismos para obtener el control, se puede concluir que el que aspira a controlar una sociedad pública tiene en principio dos caminos. El primero, es comprar acciones en el mercado, generalmente por tramos para no elevar el precio de la acción. El segundo, es negociar directamente con el accionista de control en forma privada, procedimiento más rápido y efectivo, aunque no evita tener que pagar un precio superior al precio de mercado al accionista vendedor. En este caso, se ha vulnerado el principio de igualdad de trato entre los accionistas, ya que éstos no se pueden beneficiar de ese sobreprecio que paga el comprador. A fin de evitar esta discriminación y garantizar el principio de igualdad de trato de oportunidades, es que muchas legislaciones adoptan un mecanismo imperativo para el traspaso del control en sociedades cotizadas que es el de las ofertas públicas de compra obligatorias.

Evidentemente, la obligatoriedad de la OPCA protege a los accionistas que no ejercen el control en la medida en que les facilita la salida de la sociedad cuando va a sustituirse el grupo de control en el cual habían confiado hasta entonces, compartiendo en muchos casos el mayor precio que esa salida crea vía el pago de una prima de control. Pero, realmente, ¿necesita el inversionista ser protegido? ¿a quien pertenece ese mayor valor que se denomina prima de control?

Estos aspectos fundamentales han dado lugar a un amplio debate doctrinario y jurídico, cuyos principales argumentos intento resumir en el punto siguiente. Aunque existen distintas teorías y variantes, podemos distinguir claramente entre los que aceptan y propugnan una regla de "tratamiento igualitario de los accionistas" y aquellos que objetan

la misma por dificultar el funcionamiento del mercado de control que surge de la propia negociación privada de los votos de una sociedad.

6.1. Regla del Trato Igualitario

El profesor Andrews, propone una regla de trato igualitario que básicamente diga: "cuando un accionista controlador vende sus acciones, cualquier otro tenedor de acciones de la misma clase tiene derecho a tener una oportunidad equitativa para vender sus acciones, o una parte a prorrata de las mismas, en términos substancialmente similares al del accionista de control. O bien, antes que el accionista controlador pueda vender sus acciones a un tercero, un accionista controlador debe asegurar a sus demás accionistas minoritarios una oportunidad igual para vender sus acciones".¹¹⁸ De esta manera, la regla se convierte en una suerte de oferta pública de compra obligatoria para cualquier intento de transferencia de un bloque de acciones de control. Entre los principales argumentos para sostener esta regla está que la misma constituye un fuerte disuasivo frente a compras cuyo objetivo es obtener una ventaja de la compañía derivada de una relación desventajosa para ésta (y ventajosa para el accionista mayoritario) y no transacciones donde el mayor valor pagado al accionista de control esté fundado en un uso más productivo de los activos sociales. El argumento es el siguiente: dado que los motivos por los cuales un tercero comprador está dispuesto a pagar una prima de control por las acciones del accionista mayoritario pueden ser, o bien un aumento de valor de una actuación conjunta vía sinergias o mejor *performance* de los recursos actuales de la sociedad, o bien, porque luego de tomar el control de la compañía puede forzar a ésta a entrar en un tipo de relación con su controladora o afiliadas que no hubiera entrado de haberse negociado entre partes independientes. El profesor Clark resalta con mucha claridad que, cuando el objetivo del comprador es éste último, una condición necesaria para obtener una ganancia vía esta relación "desventajosa" para con la sociedad controlada, es que el controladora tenga un porcentaje en el capital inferior en la controlada que en la contraparte que contrata con la sociedad. En efecto, si el accionista controlador obtiene \$100 vía una relación de este tipo, siempre tendrá un valor positivo para éste mientras que él posea un porcentaje mayor en la controladora que en la controlada. Distinto es el análisis del comprador cuyo motivo de la compra y justificación del pago de la prima de control es el mayor valor que espera obtener de los activos

¹¹⁸ Andrews, William, *op. cit. supra*, nota 92, p. 505.

corporativos vía un uso más eficiente o vía sinergias con la controladora. En este caso, el accionista de control, a diferencia del caso anterior, tiene un incentivo a adquirir el 100% de las acciones de la controlada. En efecto, si él cree que luego de tomar control de la compañía puede dirigir la misma en una forma más rentable tal que, digamos ello le reportará una ganancia neta por acción de \$20, y éste puede adquirir dichas acciones pagando un premio de \$14 pesos por acción por encima del valor de mercado, y obteniendo una ganancia de \$6 neta, es claro que el incentivo de este tipo de comprador es comprar la mayor cantidad de acciones como le sea posible teniendo en cuenta el financiamiento que pueda obtener y otras circunstancias del mismo.

Es claro que el incentivo del primer comprador es por el contrario exactamente opuesto. Este intentara obtener el control comprando la cantidad mínima de acciones necesarias para tener el poder de establecer la relación desventajosa con la sociedad, dado que toda inversión adicional en acciones hará que el beneficio de la relación salga de su propio bolsillo.

6.2. Maximización del Valor de la Ganancia

Por otra parte hay argumentos a favor de la maximización del valor de la ganancia. La regla de la maximización del valor de la ganancia, sostenida por autores como Easterbrook y Fischel,¹¹⁹ se basa en que la solución que debe ser seguida por las firmas y por los inversionistas es aquella que *ex-ante* maximice el valor de las ganancias, aún cuando ésta implique una distribución desigual de la misma. El argumento bajo esta teoría es que en muchas transacciones la forma de obtener una ganancia depende de una distribución desigual de la misma, y que una regla que obligaste a compartir la misma hace inviable la transacción. El ejemplo dado por Easterbrook y Fischel es el caso del accionista controlante que vía contratos paralelos desventajosos para la sociedad y otras ventajas valora su posición de control en \$10. Un tercero comprador concluye que eliminando dichos contratos y mejorando la administración de los activos puede producir una ganancia de \$15. La transacción se realizará si el comprador paga al menos un premio de \$11 al accionista controlante. De esa manera, el nuevo comprador podrá reemplazar la antigua administración, realizar una ganancia neta de \$4 por mejora en la administración que es distribuida a *pro rata* de las tenencias. En este ejemplo, los autores

¹¹⁹ Easterbrook, Frank H. y Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, E.U.A., 1991, p. 107

sostienen que una regla de tratamiento igualitario que obligue a compartir la "prima de control" de \$11 hace inviable la operación. El argumento de esta teoría sostiene que esta regla también será la preferida de los inversionistas si se cumplen dos condiciones. La primera es que los inversionistas estén adecuadamente diversificados en sus tenencias. La segunda es que los inversionistas sean neutrales al riesgo, es decir, que sigan la regla de las inversiones que tienen el mayor valor esperado y no prefieran una solución del tipo "mejor 10 en mano que la probabilidad de 100", como es el caso de los inversionistas institucionales. Ambas condiciones no se cumplen en los mercados emergentes o se cumplen en forma menor en relación con los mercados desarrollados.

En el caso de ofertas públicas de compra, esta teoría señala que de existir una regla de tratamiento igualitario, sea conforme la propuesta del profesor Andrews de *equal opportunity* o en la versión de autores como Berle y Means que propugnan que dicha prima es un "activo corporativo" y debería ir a la tesorería de la firma, muchas transacciones no se realizarían sencillamente porque los accionistas de control se negarían a vender por no verse adecuadamente compensados con una "prima compartida".

En mi opinión, la preferencia por uno u otro sistema es una decisión que está muy influida por el objetivo de política regulatoria al que se le quiera dar prioridad: el de la eficiencia económica o el del fortalecimiento del mercado de capitales vía la garantía al inversionista de una regla clara de transparencia en los cambios de control y tratamiento igualitario. Así, en los mercados de capitales desarrollados, donde tiene vigencia el modelo de sociedad de capital disperso de Berle y Means, el problema de la distribución de la prima de control pasa claramente a un segundo plano. Ello es así porque en mercados líquidos, profundos y bien regulados como es el caso del mercado americano, los premios de control tienden a ser más pequeños que en los mercados en desarrollo, dado que el potencial de un mayor precio está ya incorporado al precio de cotización de los valores. Por otra parte, debido a la dispersión accionaria, los cambios de control implican necesariamente una gran dispersión de la prima de control entre todos los accionistas del mercado. Por ello es que el beneficio de una OPCA obligatoria es claramente inferior en este tipo de mercados, o lo que es igual, su costo resulta mayor.

Todo lo contrario sucede en mercados poco desarrollados. Es por tanto en esos mercados donde una regla de OPCA obligatoria tiene sentido, dado que ésta sirve a varios objetivos deseables: (i) mejora la liquidez del mercado, al restar incentivo a los

grupos de control a concentrar grandes paquetes accionarios en la esperanza de recibir luego una prima de control y obligando a que dichas transacciones pasen necesariamente por el mercado (principio de concentración), (ii) da un mayor grado de protección al inversionista externo, haciendo más fácil que se ensanche la base de inversionistas del mercado al aumentar la confianza en el mercado por parte de estos inversionistas, y (iii) disminuye los costos de agencia y los incentivos a la auto-contratación y expropiación de beneficios privados por parte de las controladoras, al diferenciar entre los "buenos" compradores y aquellos que intentan sacar un provecho colateral de la adquisición, tal como vimos al analizar el primer argumento. Ahora bien, una regulación de OPCA tiene un costo, y ese costo es precisamente la pérdida de cierta eficiencia económica que pone de relieve el segundo argumento. Ello es así porque inevitablemente, la regla hará que ciertos cambios de control que hubieran sido económicamente eficientes pueden quedar en el camino. Ahora bien, apenas se analiza a profundidad el segundo argumento, el costo regulatorio es menor al sugerido, dado que la mayoría de los casos de potenciales adquisiciones son aquellos que tienen un fuerte incentivo económico a mejorar el uso de los activos societarios, y por lo tanto, no se verán desalentados si deben extender su oferta a accionistas que están fuera del grupo de control.¹²⁰

Ahora bien, ¿qué llevaría a un vendedor a exigir una prima desmedida tal que lo lleve a no aceptar un precio por sus acciones que es mayor al valor que tiene para éste bajo las condiciones actuales? Sólo encontramos una respuesta para ello: la extracción de beneficios en forma, no equitativa para todos los socios vía convenios colaterales que empobrecen a la sociedad u otras formas de acuerdos a precios fuera de mercado. En efecto, en ausencia de dichas exacciones, no existe otra razón por la cual un accionista mayoritario no esté dispuesto a vender a un precio mayor acciones que para él tienen un valor inferior, dado que asumimos que la prima de control que ofrece el comprador la espera recuperar de un uso más eficiente de los activos productivos de la firma, sinergias con otras actividades del comprador. Es cierto que aún así, los criterios de valoración de acciones no son perfectos y un vendedor puede esperar de buena fe un precio mayor por sus acciones que el precio que el mercado aprecia en forma objetiva. Pero ello ocurre en cualquier situación, y ciertamente parece un costo que bien vale la pena pagar cuando

¹²⁰ Cfr. Villegas, Marcelo, "Major Corporate Events – Public Tender Offers and Changes of Control", Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Buenos Aires, Argentina, Marzo 2001.

se trata de revitalizar un mercado de capitales afectado por la falta de liquidez, la falta de confianza del inversionista externo y los abusos de los grupos de controladoras en perjuicio de los minoritarios.

• • • • •

CAPÍTULO QUINTO

MECANISMOS PARA PREVENIR LAS TOMAS DE CONTROL HOSTIL

En este capítulo trataré uno de los aspectos más controvertidos de procedimientos usualmente aplicados por los oferentes en las ofertas de compra, y primordialmente, las no menos controvertibles tácticas defensivas realizadas por los accionistas, administradores y grupos de control de las sociedades objeto de una oferta de compra. Si bien el argumento defensivo era que este tipo de ofertas contenían aspectos coercitivos que obligan a los directivos de las compañías objeto de ellas a defenderse, la realidad es que este tipo de mecanismo se extendió y multiplicó contra todo tipo de oferta no "amigable", calculándose en un estudio que en el año de 1991 el 87% de las sociedades que cotizaban en los E.U.A. adoptó algún tipo de mecanismo *antitakeover*.¹²¹

El análisis de las distintas figuras usadas por las empresas, denominadas comúnmente como *poison pills* o *shark repellents*, es quizá una de las áreas mejor documentadas del ingenio y creatividad jurídica en el campo del derecho corporativo. Por otra parte, la alta conflictividad que presentó este tema ha dado origen a una rica jurisprudencia en los E.U.A. que sin duda tiene influencia en el campo jurídico y académico.

1. Mecanismos o Instrumentos para Prevenir las Tomas de Control Hostil

Las medidas defensivas, también conocidas como mecanismos o instrumentos de defensa, son aquellas estrategias utilizadas por las sociedades abiertas para desalentar a terceros a realizar ofertas no acordadas con su consejo de administración, o bien, para frustrar las tomas de control hostil ya iniciadas.

Para comprender la finalidad de estas medidas, es importante señalar que el escenario propicio para la formulación de una OPCA hostil es aquel en que las acciones de una sociedad pública cotizan a un bajo precio y el mercado estima que la empresa se encuentra subvaluada, de manera que el oferente se encuentra ante la oportunidad de adquirir el control de una empresa por una cantidad menor a la que realmente vale. Será ante una oferta realizada en dicha época cuando resulte oportuno hacer valer las medidas defensivas que, generalmente, tienen como propósito encarecer la operación de

¹²¹ Comment, Robert y G. William Schwert, "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrent and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp. 3-43, página de Internet de la Social Science Research Network Electronic Library, www.papers.srn.com/sr13/papers.cfm

toma de control en forma tal que resulte inactiva y desalentadora para cualquier oferente.¹²²

La concepción de las medidas defensivas y su adopción por parte de diversas sociedades abiertas surgió en los E.U.A. hace más de veinte años. Desde su nacimiento, la validez de dichas medidas ha sido un tema ampliamente discutido y ha suscitado diversas opiniones al respecto:

Por un lado, hay quienes consideran que las medidas defensivas constituyen verdaderos derechos que protegen el interés de los accionistas, dado que son una herramienta eficaz para evitar que una sociedad pública sea tomada en forma oportunista en un momento en que las acciones se encuentran subvaluadas.

Asimismo, también existen aquellos que opinan que los planes de los accionistas (*poison pills*) son en realidad un medio de protección para aquellas personas encargadas de la administración de una sociedad pública que les permite evitar su remoción y evitar hacer frente a su responsabilidad en virtud de su deficiente labor al frente de la empresa.¹²³

Aproximadamente hace diecisiete años, en los E.U.A., la Suprema Corte del Estado de Delaware¹²⁴ se pronunció por la validez de dichas medidas y confirmó este criterio en una decisión judicial pronunciada hace poco menos de dos años.¹²⁵

Por otro lado, la regulación británica ha matizado el ejercicio de las medidas defensivas a través de la regla de pasividad (*passivity rule*), que prohíbe al órgano de administración realizar cualquier acción, sin autorización de la asamblea de accionistas, que pueda frustrar una OPCA de buena fe o que elimine la oportunidad de los accionistas de tomar una decisión frente a la oferta.¹²⁶ La *ratio* de dicha regla es asegurar que la

¹²² Cfr. Mears, Jennifer, "Companies Turn to Poison Pills", Middleton, 2002, página de Internet de Network World, www.nwjunction.com/news/2002/130735_03-18-2002.html

¹²³ Cfr. Barr, Stephen, *Facing the Hook*, CFO Magazine, Nueva York, E.U.A., Diciembre, 2001, p.1.

¹²⁴ Cabe mencionar que el Estado de Delaware cuenta con un derecho corporativo muy dinámico que ha servido de modelo a otros Estados de la unión americana. Por diversas razones, entre ellas la regulación del derecho societario, y algunas cuestiones fiscales e históricas, una gran mayoría de sociedades públicas en los E.U.A. se han constituido bajo las leyes del Estado de Delaware.

¹²⁵ Lipton, M., y P.K. Rowe, "Delaware Re-Affirms Validity of Poison Pills", Nueva York, E.U.A., Octubre 12, 2000, www.wilhelmshoch.com/comp/na/news/pdf/delaware-10_12_00.pdf

¹²⁶ General Principle 7 (Principio General 7) del City Code on Take-overs and Mergers.

elección ante una OPCA la realicen los accionistas, en su carácter de destinatarios, y no el órgano de administración que pudiere obrar por motivos de conveniencia propia.

Siguiendo la doctrina norteamericana de los mercados de control corporativo, podemos clasificar a los mecanismos de defensa en dos grandes grupos: (i) aquellos que surgen inmediatamente como respuesta a una Oferta Pública de Compra de Acciones Hostil (los "Mecanismos de Defensa"), y (ii) aquellos que son adoptados como un mecanismo de prevención en forma anticipada a la existencia de una Oferta Hostil (los "Mecanismos Preventivos").

1.1. Mecanismos de Defensa

En esta categoría pueden identificarse un conjunto de medidas defensivas que la administración (*management*) puede seguir como forma de obstaculizar la oferta y hacerla fracasar. A continuación presento algunos mecanismos de defensa posteriores a la oferta hostil.

1.1.1. Propaganda

Esta forma de defensa consiste en impulsar una campaña de prensa en contra de la oferta, generalmente objetando el precio u otras condiciones de la misma. Legislaciones como la Española y la Argentina prevén incluso, la obligación de los directivos de la sociedad objeto de la oferta de manifestar su opinión en relación con la misma dentro de cierto plazo a partir de su lanzamiento, por lo que este tipo de defensa es totalmente válido bajo ambas legislaciones. En principio este tipo de defensa no tiene nada de objetable, excepto cuando la información y/o recomendaciones que se den a los accionistas no sean tendenciosas, malintencionadas o falsas.

1.1.2. Acciones Judiciales y Recursos Administrativos

Este mecanismo de defensa es generalmente utilizado para retrasar el proceso de la oferta y así ponerlo en riesgo, incluso, con miras a encarecer la operación. Dicho mecanismo consiste en demandar al oferente en virtud de la existencia de posibles violaciones a las normas en materia de competencia y/o por posibles violaciones a las disposiciones que regulan el mercado de valores.

En este tipo de mecanismo, el objetivo principal de la administración es comprar tiempo o negociar sobre la base de una mejor situación con el oferente. Este tipo de defensa es totalmente válido bajo la legislación Argentina.

1.1.3. Adquisiciones Defensivas

Como su nombre lo indica, esta maniobra defensiva consiste en realizar de manera sorpresiva la adquisición de una tercera sociedad con la intención de crear problemas al oferente mediante el incumplimiento de normas en materia de competencia, o bien, para que la emisora le resulte menos atractiva al oferente (e.g. si dicha adquisición involucra el uso de todas las reservas de efectivo de la compañía y/o implica el asumir un mayor nivel de endeudamiento).

Este tipo de medida es de las más cuestionadas por dos motivos: en primer lugar puede provocar compras mal realizadas que impliquen un gasto inútil de capital y, en segundo lugar, aun cuando dichas adquisiciones sean neutrales, difícilmente tendrán como resultado el maximizar el valor de las acciones de los accionistas, dado que el principal objetivo es dificultar la compra vía el uso de las reservas y la creación de deuda entre otras.

1.1.4. White Knights

Esta medida es considerada una de las defensas clásicas que consiste simplemente en buscar un oferente "amigo", con la finalidad de detener al oferente hostil y garantizar a los miembros de los órganos de administración o núcleo de control de la emisora un trato favorable en caso de que el oferente hostil tome el control.

Existe una modalidad de este mecanismo a la que se le denomina *white squire*, mediante el cual, un tercero adquiere un bloque importante de acciones que se compromete a votar conjuntamente con los miembros de los órganos de administración y/o núcleo de control, sin adquirir el control de la emisora objeto de la oferta hostil.

Sin perjuicio de lo anterior, la búsqueda de un tercero (*white knight*) que presente una oferta alternativa en mejores condiciones que la oferta hostil con la benevolencia de los órganos de administración de la emisora, resulta difícil en mercados no muy activos o desarrollados. En el mercado norteamericano ha habido numerosas experiencias con *white knights*, los cuales exigen términos favorables e importantes ventajas.

Tanto los *white knights* como los *white squires* son medidas válidas para el mercado Argentino así como para el mercado norteamericano.

1.1.5. Venta de Activos (Lockups)

La venta de activos, también conocida como *lockups*, consiste en otorgar a un tercero una opción de compra sobre los activos más valiosos de la emisora, de manera tal que si el oferente hostil logra hacerse del control de la misma, se encontrará con que el valor de la emisora no es igual sin el activo que es objeto de la opción.

Esta medida resulta cuestionable para distintos países, entre ellos Argentina, en virtud que su legislación no responde al interés común de todos los accionistas.

1.1.6. Operaciones con Acciones de la Emisora

En este tipo de mecanismo, una de las modalidades utilizadas, consiste en colocar acciones en manos de un tercero que sea leal al grupo de control o que incluso pueda manejar o influir, tal y como sería el caso del fideicomiso o del programa para la compensación para los directivos y empleados de la emisora (e.g. el programa de opciones a los empleados).

Por otro lado, encontramos la compra de acciones propias con sujeción a las reglas aplicables a las emisoras en sus operaciones de recompra de acciones, con el objeto de elevar el precio de la acción dificultando el financiamiento de la oferta del tercero hostil.

Por último, se puede proponer una recompra selectiva de acciones, cuyo único destinatario es el oferente hostil que es tentado así a devolver las acciones a cambio del pago de un importante premio a ser pagado por la sociedad. Esta técnica, denominada *greenmail*, es quizá una de las modalidades que más ha molestado a los inversionistas y asociaciones de defensas de los inversionistas. Esta medida no es válida bajo la Ley de Sociedades Comerciales de Argentina que reserva la competencia de aumento de capital a la asamblea de accionistas.

1.1.7. Oferta Pública de Compra de Acciones del Oferente Hostil

Este mecanismo de defensa es una de las técnicas más arriesgadas, la cual consiste en iniciar una oferta pública de compra no solicitada de acciones del oferente.

La presentación de una contraoferta para adquirir al oferente o defensa *pac-man* es aún más difícil que el encuentro de un *white knight*. Esta es una medida de defensa disponible para una emisora con gran poder financiero. El clásico caso norteamericano es el de *Bendix contra Martin Marietta*.

1.2. Mecanismos Preventivos

En esta categoría pueden identificarse un conjunto de medidas defensivas que consisten generalmente en incluir en los estatutos sociales de la emisora que espera ser objeto de una oferta hostil o que busca prevenirla, mediante la introducción de cláusulas que dificulten las tomas de control (*antitakeover*) y que les dan a los miembros de los órganos de administración ciertas facultades discrecionales para enfrentar las ofertas hostiles. La mayoría de estas medidas requieren del voto de los accionistas para su aprobación por consistir en modificaciones a los estatutos de la emisora y son generalmente fundadas en la protección de los accionistas ante ofertas del tipo "en dos etapas" que pueden tener un elemento coercitivo sobre los accionistas.

Es conveniente señalar que en México, de conformidad con el artículo 14 Bis 3, fracción VII de la LMV, las emisoras, mediante asamblea general extraordinaria de accionistas, pueden estipular en sus estatutos, previa autorización de la CNBV, cláusulas adicionales a las previstas en la LGSM para el contrato social, que establezcan medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de la emisora, en forma directa o indirecta, sin que se tenga el acuerdo favorable del consejo de administración de la misma.

A continuación describo algunas de las tácticas preventivas más conocidas a nivel internacional:

1.2.1. Planes de Derechos para Accionistas (*Poison Pills*)

Como explicaré más adelante, los diversos tipos de planes de derechos para accionistas, comúnmente conocidos como *poison pills*, tienen en común que a través de mecanismos de conversión, rescate o emisión de derechos se crea un sistema que tiene por efecto dificultar las ofertas hostiles.

1.2.2. Supermayorías

Un mecanismo de defensa efectivo contra las ofertas en dos etapas con fusión consiste en establecer una mayoría especial y significativa para aprobar un proceso de fusión o venta de la totalidad de los activos de la sociedad. Este porcentaje tiene el efecto que el oferente no podrá concretarse a adquirir un porcentaje de control sino que requerirá la adhesión de una cantidad importante de accionistas para proceder con la segunda etapa de la oferta.

Por ejemplo el que sea necesario el 75% de las acciones con derecho a voto para aprobar un proceso de fusión o venta de la totalidad de los activos de la sociedad.

1.2.3. Consejos de Administración Escalonados (Staggered Boards)

En virtud de este tipo de defensa, los periodos o mandatos de los consejeros son renovados parcialmente, de forma que un eventual interesado en obtener el control de la sociedad sólo puede buscar imponer la mayoría en el consejo de administración luego de transcurrido más de un término de duración de la vigencia de los referidos periodos.

Este tipo de modalidad en la práctica es poco efectivo, porque una vez obtenido el control por parte del oferente es casi imposible mantener un consejo independiente del impuesto por el accionista controlante.

1.2.4. Precio Justo (Fair Price)

Esta técnica de defensa consiste en establecer una cláusula estatutaria que fije un precio mínimo de adquisición de las acciones cuando alguien adquiere un porcentaje determinado de las acciones de la emisora y se ve obligado a realizar una oferta a la totalidad de los accionistas. Esta medida tiene como finalidad disuadir a cualquier comprador potencial con intención de adquirir el control por la onerosa contraprestación que resulta de este tipo de cláusula. Este tipo de medidas ha sido adoptado por emisoras con una base accionaria dispersa.

En Argentina, este tipo de medida fue adoptado en el caso de IRSA, en donde hubo una modificación reciente a sus estatutos, y también ha sido adoptada por otras sociedades que tienen un capital accionario disperso.

1.2.5. Acciones con Derecho de Veto (Golden Shares y Golden Parachutes)

Otro de estos mecanismos de defensa consiste en la emisión de acciones con derechos especiales de veto a cualquier evento corporativo significativo, en especial fusiones, y venta de activos significativos. Internacionalmente este procedimiento se ha utilizado en los procesos de privatización de empresas por parte de diversos gobiernos, pudiendo así asegurar un derecho especial frente a este tipo de eventos. Estas acciones especiales denominadas *golden shares* mantienen dichos derechos en tanto sus titulares son las personas designadas especialmente previstas en los estatutos sociales. Esta medida ha sido utilizada por algunas compañías en Argentina a favor del Estado Nacional.

Se denomina *golden parachute* a los acuerdos de compensación para ejecutivos que pierden sus empleos como consecuencia de las tomas de control hostil o reestructuraciones empresariales. En los E.U.A. los *golden parachutes* suponen decenas de millones de dólares en compensaciones para los directivos despedidos. Paradójicamente estos contratos pueden ser justificables desde el punto de vista de los accionistas porque sirven para reducir los conflictos de intereses entre directivos y accionistas cuando se da una toma de control hostil, facilitando de esta manera cambios en la gestión y en la asignación de recursos productivos a usos más eficientes. Dicho de otro modo, dichos contratos reducen el incentivo de los directivos a oponerse a una fusión o a una adquisición. Los mercados de capital así lo interpretan, ya que Lambert y Larcker mostraron que la cotización de las acciones de aquellas empresas que introducen contratos tipo *golden parachute* para sus directivos aumenta en promedio un 2.4% el día del anuncio del contrato. La lógica detrás de los *golden parachutes* es simple. En el caso de una fusión, los accionistas están implícitamente pidiendo a los gerentes que negocien aquellos términos de venta de las acciones que sean más lucrativos, esto es, que permitan la entrada de un nuevo equipo directivo por ser mejor y más eficiente. Para el ejecutivo una toma de control hostil supone elevados costos personales. Entre ellos, la pérdida de poder y prestigio profesional, pérdida del puesto de trabajo, abandono de la empresa a la que han dedicado un considerable número de años, energías e ilusiones. Los *golden parachutes* suavizan los costos personales derivados de una adquisición para los directivos, de modo que no se opongan radicalmente al intento de adquisición.

1.3. Otros Mecanismos de Defensa

Un remedio radical ha sido el de la transformación de la emisora en sociedad no susceptible de ser objeto de una oferta hostil, tal como las sociedades que no cotizan en bolsa de valores. A este tipo de mecanismo se le conoce en E.U.A. como *going private* y se puede realizar a través de las llamadas "adquisiciones de la administración" o, en inglés *management buyout*, que son operaciones que realizan los administradores en periodos de mercados bursátiles deprimidos y con el auxilio de altos niveles de endeudamiento o apalancamiento, los *leveraged buyouts*.

Por otro lado, la creación de una o de varias sociedades controladoras (*holdings*) es un procedimiento útil como medio para evitar la desintegración del bloque de control. La utilización de una sociedad controladora a la cual los accionistas con intereses comunes

transfieren sus acciones en la subsidiaria inscrita en bolsa, garantiza que una oferta pública de compra de toma de control de la subsidiaria no contará con el consentimiento del grupo a menos que todos sus integrantes así lo decidan en el seno de la sociedad controladora, generalmente accionistas mayoritarios de la sociedad que cotiza en bolsa. Asimismo, en lugar de utilizar una sociedad controladora, se puede utilizar un fideicomiso (e.g. los llamados fideicomisos de control o del grupo de control) o alguna otra fórmula de cohesión del grupo. La utilidad de las sociedades controladoras se manifiesta en aquellos conglomerados en donde existen las llamadas cascadas de *holdings*.

Hasta aquí, hemos visto que los accionistas de una empresa salen beneficiados cuando su empresa es absorbida por otra. Parece que los únicos perjudicados como consecuencia de la fusión o adquisición son los directivos cesantes, que por otro lado se presume que son ineficientes. Se suele denominar *shark repellents* a aquellas personas muy activas en el lado comprador del mercado de fusiones y adquisiciones. La palabra *shark* tiene una connotación negativa hacia dichas personas. Sin embargo, por todo lo expuesto hasta ahora parece que los *sharks* son agentes económicos deseables para la sociedad.

Holderness y Sheeham estudiaron el efecto a corto y largo plazo de la presencia de los seis más famosos *sharks* en el valor de las empresas. Compararon la variación en el valor de dichas empresas con el de otras en las que había otros procesos de fusión y adquisición y con empresas en las que no sucedía ninguna pugna por el control. Los resultados fueron que la presencia de estos *sharks* produce una revalorización del valor de la empresa de más del 6%, y esta revalorización se mantiene transcurridos dos años. Dichos *sharks* parece que tienen una habilidad especial para descubrir empresas ineficientes y en consecuencia buscan mejorar la dirección de dichas empresas. En tal virtud, los *sharks* son personas que producen mejoras deseables en las empresas que debieran contar con el reconocimiento de la sociedad en lugar de ser rechazados.

Este tipo de medida estaba contemplado en los estatutos de YPF, S.A. y ha sido adoptado por otras sociedades en Argentina que tienen un capital social disperso.¹²⁷

1.4. Posibles Reglas Legales de los Mecanismos Defensivos

Uno de los temas que ha generado gran controversia, consiste en determinar cuales son las normas que deben regular la capacidad de defensa y de reacción del

¹²⁷ Es el caso de IRSA, en una reciente modificación a sus estatutos sociales.

management y grupo de control ante el lanzamiento de una OPCA. Los distintos autores y académicos han postulado distintas soluciones, pero al menos podemos distinguir, como lo hace Clark,¹²⁸ cinco reglas legales o posturas con relación al tema.

1.4.1 Pasividad Pura

La primera es la de limitar en forma total las medidas que los administradores pueden realizar una vez lanzada la oferta. Esta regla, de pasividad pura, está fundada principalmente en dos motivos principales, uno de orden jurídico y otro de orden económico. El primero, es la clara situación de conflicto de intereses que existe entre el *management* y sus accionistas, una vez que la oferta ha sido lanzada. El segundo es de orden económico, y sostiene que las maniobras defensivas elevan los costos de las ofertas de compra de acciones y por lo tanto, para quienes consideran a éstas como transacciones que agregan valor, tienen un claro efecto negativo sobre la economía.

1.4.2. Pasividad Atenuada

Una segunda regla consistiría en permitir al *management* involucrarse en aspectos limitados, como sería el de dar su opinión fundada sobre las razones por las cuales no sugiere la aceptación de la oferta y la posibilidad de solicitar y/o negociar la realización de nuevas ofertas. Esta postura, limitaría por lo tanto cualquier otra maniobra defensiva que pueda poner en peligro los activos de la sociedad o que pueda modificar su estructura patrimonial o de capitalización con el único objetivo de dificultar la oferta. Los proponentes de esta regla están a favor de crear un marco legal que permita un ambiente "de remate" o que al menos, favorezca y fomente un ambiente competitivo entre los distintos o potenciales interesados.

Si bien esta regla contempla adecuadamente la cuestión del conflicto de intereses, tiene el efecto de elevar los costos de las adquisiciones. El problema resaltado por la escuela del análisis económico del derecho es que el segundo oferente tiene claramente un indicador de precio que el primero ha calculado no sin antes incurrir en ciertos costos de monitoreo e investigación, que luego de lanzada la oferta podrían ser utilizados por terceros sin incurrir en grandes costos para ello. Este efecto *free riding* que tendrían los demás oferentes se vería agravado si el marco legal le otorga un tiempo suficiente al

¹²⁸ Clark, Charles R., *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston, Mass., E.U.A., 1986, p. 580.

management para buscar otro comprador, con el peligro cierto de que éste disponga de información no pública que le provea la propia administración.

1.4.3. Reglamentación Diferencial

Una tercera regla consiste en diferenciar los distintos tipos de maniobras defensivas que he descrito con anterioridad, y una vez teniendo en cuenta el fin y efecto que cada una de ellas tiene, seguir una regla específica. Así por ejemplo, los partidarios de esta regla suelen discriminar entre las distintas prácticas. Un ejemplo de esto consiste en que la práctica del *greenmail* debería prohibirse, mientras que los planes de derechos que tengan por objeto asegurar un tratamiento igualitario contra ofertas en "dos etapas" deberían estar claramente permitidos. El problema con esta regla es que, dado la variedad y constante evolución de las medidas defensivas que adoptan las compañías, su administración debería estar a cargo del ente de control de la oferta pública o directamente ser aplicada con base en los principios generales que luego deben ser interpretados judicialmente.

1.4.4. Test de un Propósito Corporativo

La cuarta regla es la de admitir las medidas defensivas, pero sujetarlas a un estricto escrutinio judicial en caso que cualquiera de dichas medidas sea objetada por los accionistas de la sociedad, estableciendo un proceso por el cual sea la administración la que tenga la carga de la prueba de que dichas medidas fueron adoptadas de buena fe y siguiendo un propósito corporativo y no para la mera defensa de los intereses de aquellos.

1.4.5. Regla del Juicio de Negocios

Por último, la quinta regla es aquella que sostiene que las medidas defensivas no son distintas a cualquier otra medida o decisión de negocios de los administradores y que por lo tanto las mismas no son judiciales y están bajo el principio de juicio de negocios (*business judgement rule*) y que por lo tanto no están sujetas a revisión judicial, a menos que el actor demuestre y pruebe que hubo una negligencia manifiesta o culpa por parte de los administradores.

Si bien la mayoría de los autores han abogado por reglas como la primera y/o segunda, es interesante ver que en los E.U.A., país que tiene la mayor cantidad de antecedentes jurisprudenciales en la materia, las cortes judiciales se han inclinado por

posturas que son claramente favorables a la administración como se estudiará más adelante.

2. Planes de Derechos para Accionistas o Poison Pills

2.1. Concepto

Los planes de accionistas, denominados *poison pills* son un mecanismo eficiente para evitar la pérdida de control en virtud de una OPCA hostil.

El término *poison pill* se refiere a la adopción de un mecanismo por parte del consejo de administración de una emisora, que tiene por objeto el evitar que un tercero o adquirente potencial, sin el consentimiento de los órganos de administración de la emisora, adquiera acciones representativas del capital social de esta última, por arriba de un porcentaje deseado o acordado (el conocido como *trigger level* o "nivel de detonación"), que comúnmente en los E.U.A. es de 10%, 15% o 20%.

En términos generales, de conformidad con los planes, los accionistas de la emisora objeto de la oferta hostil, reciben derechos de compra de acciones de la referida emisora (*stock purchase rights*), los que adquieren un relevante valor económico por la realización o actualización de un evento determinado, el que implica la adquisición de un importante porcentaje de las acciones de la emisora sin el consentimiento o la aprobación de los órganos de administración.

Considerando que el valor económico consiste en el derecho a recibir acciones o recursos de la emisora o del tercero adquirente, y que la adquisición por parte de ese tercero no se puede consumir sin que se detone ese derecho en favor de los accionistas de la emisora, el tercero oferente no podrá tomar el control de esta última sociedad sin ingerir el "veneno" que representa el valor económico y que ocasiona que su tenencia accionaria se vea considerablemente diluida, tanto en su facultad y poder de voto como en su valor monetario.

En términos de lo anterior, las modalidades de estos planes son muchas: (i) el plan de acciones convertibles con dividendo preferente, (ii) el de precio justo o *put*, (iii) el de acciones con dividendos preferentes y voto múltiple, (iv) el de acciones con número de votos que dependen del tiempo de su tenencia, y (v) el de *warrant dividend* o derecho a compra más acciones.

Si bien existen cinco tipos de planes, todos ellos tienen en común que a través de mecanismos de conversión, rescate o emisión de derechos se crea un sistema que tiene por efecto dificultar las ofertas hostiles. A continuación describo brevemente tres de los cinco tipos de planes de accionistas más utilizados por las sociedades que son susceptibles a una toma de control hostil.

El primer tipo de plan consiste en la distribución de acciones convertibles con un dividendo preferente en especie entre los accionistas ordinarios, en cuyos términos de emisión se otorga a sus tenedores un derecho de conversión en acciones de la sociedad absorbente, que se puede ejercitar a partir de que se ha aprobado una fusión, a un precio de canje que refleje el mayor precio pagado en una oferta pública sobre dichas acciones o el precio de mercado, el que fuere mayor. Este tipo de plan de acciones convertibles tiene por efecto disuadir las ofertas hostiles en dos etapas, por las cuales, luego de una adquisición de un porcentaje de control, el oferente ejecuta un proceso de fusión, procediendo así a la exclusión de los accionistas que no aceptaron la oferta. Al momento de la fusión, la contraprestación es en acciones y/o títulos de la absorbente, muchas veces a un precio de canje inferior al de la oferta inicial. El hecho de que los tenedores de las acciones preferentes tengan preestablecido un precio de canje mínimo, garantiza que un oferente que planea una oferta sea por el total de las acciones de la sociedad. Un problema que tiene este tipo de plan es que presupone que el adquirente es una sociedad por acciones, por lo que no es efectivo cuando el adquirente no lo es, por ejemplo si se trata de una asociación en participación (*partnership*), o cuando el oferente luego de realizada la primera oferta opta por mantener a la sociedad como una subsidiaria y no encara un proceso de fusión.

En el segundo caso, el aspecto venenoso de la emisión de acciones preferentes no es la característica de ser convertible, sino más bien el hecho que los tenedores tengan un derecho de venta (*put*) contra la sociedad a partir de un evento determinado, como puede ser la adquisición de un porcentaje substancial de acciones por parte de un tercero, a un precio que será el mayor de los precios que resulten de la oferta de compra o el valor de mercado. El elemento disuasivo del plan consiste en que una vez que el adquirente ha tomado control de la compañía se encuentra con que la misma debe realizar una distribución extraordinaria a los tenedores de las acciones preferentes. Este tipo de plan tiene el inconveniente de que es un factor negativo frente a cualquier tipo de ofertas, aun aquellas que pueden resultar altamente favorables para los accionistas si no

son previamente desactivadas. Un segundo problema que tiene este tipo de plan es que afecta los intereses de los acreedores de la sociedad al prever una distribución extraordinaria de efectivo a los accionistas, lo que muchas veces está limitado en los *covenants* de emisiones de los títulos de deuda o en los préstamos financieros significativos que se otorgan a las firmas.

El tercer y más conocido instrumento de defensa es el de la implementación de un plan de derechos también conocido como *rights plan*, que no es otra cosa que una distribución a *pro rata* entre sus accionistas de opciones de compra o *warrants*, que en sus dos variantes más conocidas pueden recaer sobre los títulos de la propia sociedad (*flip-in*) o de la eventual sociedad adquirente (*flip-over*). Las opciones que pueden ejercerse al momento de la concurrencia de determinados eventos previstos en las condiciones de su emisión, *exempli gratia* la aprobación de un plan de fusión en una oferta en dos etapas (*flip-over*) o la adquisición de un porcentaje significativo (*flip-in*). Así, un plan en su versión denominada *flip-over* consistirá en que los accionistas tenedores del derecho u opción de compra pueden adquirir las acciones de la sociedad absorbente en un proceso de fusión por valor de \$100, cuando el valor de mercado de las mismas es de \$200. El efecto que tiene este mecanismo, al igual que el comentado en primer término, es el de producir un efecto de dilución en el capital del oferente que lo disuade a terminar un proceso de toma de control con la fusión por la incorporación de la sociedad objetivo. Esta opción no detiene una oferta en una etapa que no prevea una fusión posterior, por lo que aquellas sociedades que han querido obtener un mayor grado de protección han preferido la modalidad denominada como *flip-in*, en la cual la opción de compra es sobre acciones de la propia sociedad objeto de la oferta hostil, pero a un precio de suscripción que tiene una prima negativa, es decir con un efecto de dilución respecto del capital de la sociedad objetivo que detenta el oferente, dificultando así al mismo que tiene que extender su oferta a nuevas acciones que técnicamente tiene un valor menor.

La validez de este tipo de plan era dudosa en el derecho norteamericano, hasta que en el caso *Moran vs. Household International*, la Suprema Corte del Estado de Delaware sostuvo su validez con base en los argumentos que analizaré más adelante cuando se traten los antecedentes jurisprudenciales. En dicho caso se trataba de un plan de derechos tipo *flip-over* y la Corte sostuvo que éste era un mecanismo adecuado para ofertas hostiles en dos etapas y que, al ser redimible por parte de los directivos, no constituía un mecanismo preclusivo de cualquier oferta sino que daba a los directivos un

adecuado margen de negociación para evitar ofertas inadecuadas que fueran hostiles para los accionistas. Sin embargo en países como Argentina y México, este tipo de mecanismo no es legalmente posible con idéntica flexibilidad que la existente en el derecho americano.

2.2. Modelo Estándar en los E.U.A.

En la actualidad en los E.U.A. la versión prevaeciente estándar del *poison pill* es el conocido como el plan para derechos de accionistas *flip-in* o *flip-over*. Pese a que no se puede decir que existe un modelo único y uniforme de plan, el concepto básico es el mismo para todos ellos:

2.2.1 Declaración de Dividendos

El consejo de administración declara un dividendo en la forma de un derecho de compra de una acción adicional por cada acción que se tenga de la emisora (el "Derecho de Suscripción").

2.2.2. Valor Económico

El derecho de suscripción no tiene valor económico alguno hasta en tanto un tercero no adquiera un determinado porcentaje de las acciones con derecho a voto de la emisora sin el consentimiento o sin la aprobación del respectivo órgano de administración. Así, el hecho de que el tercero adquiera la condición de accionista de la emisora sin contar con el consentimiento del órgano de administración respectivo, actualiza el derecho de todos los demás accionistas de la emisora a adquirir acciones con derecho de voto adicionales de la sociedad en un 50% de descuento con respecto a valor de mercado (lo que se conoce como el *flip-in* discriminatorio).

2.2.3. Derecho de Compra Adicional

Asimismo, en el supuesto de que después de que se haya actualizado el llamado *flip-in*, la emisora se encuentre en un proceso de fusión o de venta de activos con otra sociedad, todos los accionistas de la emisora (excepto el tercero adquirente) tendrán el derecho a adquirir, con un 50% de descuento con respecto al valor de mercado, acciones con derecho a voto de la sociedad que resulte de la fusión o a la que se le haya enajenado los activos, lo que se conoce como el *flip-over* discriminatorio.

El llamado *flip-over* es una reminiscencia del plan que se incluyó en el caso conocido como *Household*, relevante en aquellas jurisdicciones en los estados de los E.U.A. donde el *flip-in* está todavía bajo escrutinio.¹²⁹

2.2.4. Justificación de los Planes de Derechos para Accionistas

Los planes no son otra cosa que una distribución a *pro rata* entre accionistas de una emisora de "opciones de compra" o *warrants*, que en sus dos variantes más conocidas pueden recaer sobre los títulos de propiedad de la propia emisora (*flip-in*) o de la eventual sociedad adquirente o una tercera (*flip-over*). Las opciones son susceptibles de ejercerse al momento de que ocurran determinados eventos previstos en las condiciones de su emisión, como por ejemplo la aprobación de un plan de fusión en dos etapas (*flip-over*) o la adquisición de un porcentaje significativo de las acciones de la emisora (*flip-in*).

El efecto de estos mecanismos es el de diluir el capital del tercero oferente, de manera que se le disuada a dar por terminado un proceso de toma de control o mejore la oferta, dando oportunidad al consejo de administración de la emisora para que explore otras alternativas que generen valor para los accionistas. Asimismo, es conveniente señalar que el mecanismo *flip-over* no detiene una oferta en una etapa que no prevea una posterior fusión, por lo que las sociedades que han querido obtener un mayor grado de protección han preferido la modalidad *flip-in*, en la que la opción de compra es sobre acciones de la emisora objeto de una oferta hostil, pero a un precio de suscripción que tiene una prima negativa, es decir, un efecto de dilución respecto del capital de la emisora, dificultando así al oferente la toma de control, al tener que extender su oferta a nuevas acciones que técnicamente tienen un menor valor.

Por último, de acuerdo con diversos estudios realizados en los E.U.A., existen sólidos elementos y evidencias que indican que las emisoras que han incorporado alguna modalidad de los Planes son propensos a recibir premios o precios mayores por sus acciones, en operaciones de toma de control, a los que reciben las emisoras que no cuentan con esos mecanismos.

Ahora bien, cuando no existe una resolución por parte de la asamblea de accionistas, una de las influencias más importantes al prevaeciente mercado de toma de control ha sido la institucionalización del mercado accionario. En la actualidad, la

¹²⁹ En los E.U.A. la validez de este tipo de planes era dudosa hasta el caso *Moran VS. Household International* en que la Suprema Corte de Delaware sostuvo su validez.

prioridad que tienen los inversionistas institucionales de obtener ganancias en el corto plazo ha significado su oposición a la adopción, por parte de las emisoras integrantes de su cartera de inversión, de mecanismos tendientes a resistir y obstaculizar operaciones de toma de control. Asimismo, diferentes inversionistas institucionales han presionado a las emisoras de las que son accionistas, para que eliminen de sus estatutos el referido tipo de mecanismos o, en su caso, para que sometan a la decisión de los accionistas la vigencia o terminación de los mismos.

Con base en lo anterior, en la actualidad a los consejos de administración de las emisoras se les ha dificultado la adopción de medidas de defensa que requieren la aprobación de los accionistas al implicar la modificación de los estatutos.

Sin embargo, una vez adoptado el plan, los accionistas depositan en el consejo de administración la facultad discrecional para que el referido plan surta efectos o para que no los surta. Así, a través de la adopción de un plan, el consejo de administración asume y monopoliza la facultad de decidir la conveniencia de aceptar o rechazar una determinada oferta pública de compra.

3. Antecedentes Jurisprudenciales en los E.U.A.

Dado que bajo las normas aplicables de los E.U.A. los reclamos realizados contra los actos defensivos de los administradores son juzgados bajo el criterio del deber fiduciario (*fiduciaries duties*) que éstos tienen con los accionistas, y por lo tanto, sujeto a las leyes estatales que regulan dichos aspectos corporativos, algunos de los principales casos que comentaré han sido juzgados bajo las leyes del Estado de Delaware, uno de los estados de la unión americana en el que se constituyen muchas de las sociedades públicas.¹³⁰

Hasta mediados de los años ochentas, el criterio predominante en la jurisprudencia estatal era aplicar el principio del "criterio de los negocios" del directorio (*business judgement rule*) para juzgar las maniobras defensivas de la administración, con lo cual, a menos que el actor pudiera probar que el propósito principal de dichas maniobras era actuar en el propio interés de los directores, las Cortes Judiciales no objetaron este tipo de

¹³⁰ Sin embargo, existen también algunos casos juzgados bajo las leyes federales de título, en especial bajo la Sección 14(e) de la *Securities and Exchange Act* de 1934 y la Regla 10(b)5. La mayoría de estos casos ha denegado el remedio de las leyes federales y, por el contrario, han entendido que las maniobras defensivas deben evaluarse bajo el principio del *business judgement rule*. Un caso interesante en este sentido es *Porter vs. Marshall Field & Co.* En consecuencia, bajo dicho principio, corresponde a los actores probar que los directores han actuado en interés propio, con fraude o en forma culposa. Interesante en dicho caso fue la opinión del Juez Cudahy, quien votando en disidencia sostuvo que el voto de la mayoría significaba "un paso gigantesco para remover cualquier restricción para la capacidad de los directores en poner su interés sobre el interés de los accionistas".

maniobra. Dado que en principio siempre resulta más difícil a los demandantes que existe una conducta impropia y que el *management* siempre puede alegar cualquier propósito corporativo para defender sus propios intereses, bajo el principio del *business judgment rule* es caso imposible objetar cualquier tipo de maniobra por parte de los administradores.

3.1. Caso Unocal Corporation vs. Mesa Petroleum Company¹³¹

En la actualidad, puede sostenerse que uno de los estándares jurisprudenciales por los cuales son revisadas judicialmente en los E.U.A. las maniobras defensivas de los administradores es *Unocal Corporation vs. Mesa Petroleum Company*, el cual constituyó un importante precedente en la materia y que fuera decidido por la Suprema Corte del Estado de Delaware. En este caso la Corte validó la decisión de los directivos de *Unocal Corporation* ("Unocal") de hacer una oferta de recompra de sus propias acciones como mecanismo para evitar la toma de control hostil (*takeover*) por parte de *Mesa Petroleum Company* ("Mesa"). La oferta de Mesa, quien era un accionista minoritario de la compañía, consistía en una adquisición en dos etapas, la primera por un 37% de las acciones de Unocal a un precio en efectivo de \$54 dólares por acción, y una segunda etapa en una fusión con exclusión de los accionistas contra un paquete de títulos supuestamente valuados por el oferente en \$54 dólares, pero de menos valor según la opinión del consejo de administración de Unocal. A fin de defenderse contra dicha amenaza el consejo de Unocal, compuesto por 8 consejeros independientes y 6 no independientes, lanzó luego de numerosas deliberaciones y presentaciones por parte de banqueros y oficiales de la compañía, una oferta de acciones condicionada, para comprar cualquier acción remanente no comprada por Mesa, si éste obtenía cincuenta millones de acciones a través de su oferta de compra. La oferta de recompra de acciones excluía expresamente a Mesa como accionista de la compañía. A su vez, la oferta de Unocal era por un conjunto de títulos de deuda con valor nominal de \$72 dólares y estaba condicionada en un principio a que Mesa concluyera exitosamente su oferta. Esta condición precedente creaba un obvio problema para los accionistas de Unocal, ya que si muchos no ofrecían sus acciones a Mesa en espera de venderle a la propia compañía, podían terminar perdiendo ambas ofertas. Luego de que Mesa iniciara el juicio y de la protesta de algunos accionistas, la condición precedente de la oferta de Unocal fue

¹³¹ Supreme Court of Delaware, 493 A.2d. 946 (Del. 1985), www.law.unlv.edu

levantada, pero la característica de excluir a Mesa siguió en pie, siendo éste uno de los aspectos cuestionados en el juicio.

Luego de una revisión de los precedentes jurisprudenciales la Corte sostuvo que este tipo de casos requiere un análisis en dos etapas. Bajo la primera los consejeros deben probar que han actuado de buena fe, luego de haber realizado un cuidadoso análisis de la situación y con un propósito corporativo válido. Esta inversión de la prueba se funda en el temor omnipresente de que el directorio pueda estar actuando en defensa de sus propios intereses en vez del de los accionistas. La segunda etapa requiere que las maniobras defensivas sean razonables en relación con el peligro que enfrenta. Esta etapa requeriría un análisis más detallado de las medidas defensivas, aún cuando los directores hubieran pasado la primera etapa del test.

En la opinión de la Corte, hay dos aspectos deben resaltarse. En primer lugar el "propósito corporativo válido". La Corte encontró que la actuación de los directivos tenía un propósito corporativo válido, aceptando el argumento de Unocal por el cual la intención de su oferta de recompra era hacer fracasar la oferta de Mesa, y si esto no era posible, al menos compensar a los accionistas que no vendía a fin de darles una opción mejor que la de aceptar los "títulos basura" que le proponía el oferente. La Corte también justificó que la recompra fuera discriminatoria, y no alcanzara a Mesa, ya que por definición, éste no estaba en la clase de accionistas a los cuales se quería proteger de una oferta inadecuada. En segundo lugar, la "importancia del procedimiento". En su decisión la Corte dio una gran importancia al procedimiento precedente a la toma de decisión de las maniobras defensivas, en especial a la existencia de una mayoría de directores independientes y de haber sido tomada luego de una adecuada investigación y diligencia, en el caso demostrada por haber solicitado la opinión de banqueros de inversión y de gerentes.

3.2. Caso *Paramount Communications, Inc. vs. Time, Inc.*¹³²

El enfoque establecido en *Unocal vs. Mesa* fue para algunos comentaristas significativamente modificado por la misma Corte. En este caso, quienes bajo la nueva interpretación dada en *Paramount Communications, Inc.* ("Paramount") vieron que el test de las dos etapas antes enunciadas consistirían en realidad en una sola: la cual consiste en que los directivos satisfagan la carga de la prueba demostrando que ha actuado de

¹³² Supreme Court of Delaware, 571, A.2d.1140 (Del. 1989), www.law.unlv.edu

buena fe, momento a partir del cual los directivos tendrían un derecho casi incuestionable a "decir que no" a cualquier oferente (contrario al enfoque que parecía establecer Unocal y que requería un análisis de la proporcionalidad de la medida y la amenaza que implicaba la oferta). Otra interpretación de esta medida defensiva es que la misma no se ve afectada en tanto y en cuanto la medida defensiva constituye un obstáculo insalvable para el oferente. *Paramount Communications, Inc. vs. Time Inc.*, ha sido calificada como una de las decisiones corporativas más importantes del siglo, por lo que a continuación analizaré sus antecedentes y la opinión de la Corte con cierto detalle.

Los antecedentes del caso se remontan a la búsqueda por parte de *Time, Inc.* ("**Time**") de un socio estratégico, el cual luego de varios años de búsqueda se había centrado en una negociación con *Warner Communications* ("**Warner**"). La negociación con *Warner* implicaba una fusión entre las dos empresas, en la cual *Time* era la sociedad absorbente en una transacción de canje de acciones, y que por lo tanto requería no sólo de la aprobación de ambos grupos de dirección sino también de las asambleas de accionistas de las dos firmas. Si bien la transacción se estructuraba como una adquisición de *Time*, la realidad era que *Warner* era una empresa mucho más grande, por lo que luego de la fusión, los accionistas de *Warner* iban a detentar la mayoría del capital y de los votos de la nueva sociedad. Uno de los aspectos más importantes del acuerdo era como se había planeado la sucesión de la administración a fin de que ambas partes hicieran una transición ordenada y la famosa cultura de *Time* fuera preservada. Casi inmediatamente después de haber sido aprobado el acuerdo de fusión por el grupo de dirección de ambas firmas, *Paramount* anunció una oferta "todo en efectivo" de \$175 dólares por las acciones de *Time*, la que luego fue elevada a \$200 dólares. La oferta implicaba un golpe mortal para los planes de la administración de *Time* en razón de que el precio ofrecido por *Paramount* excedía en mucho el valor dado en el acuerdo de fusión a las acciones de *Time* para su canje por acciones de *Warner*, por lo cual una vez conocida la oferta, era obvio que los accionistas de *Time* no aprobarían la fusión.

A fin de evitar tener que requerir la aprobación de los accionistas, *Time* reelaboró su plan de fusión y propuso una adquisición de acciones de *Warner*, para lo cual debía endeudarse en forma significativa para financiar dicha compra. Fue este cambio de plan lo que la Corte interpretó como una maniobra defensiva y a la que dijo que debía interpretarse bajo los antecedentes de *Unocal*. En la decisión de la Corte, la cual implicó una victoria importantísima para los directores de *Time*, se sostuvo que el análisis de la

naturaleza de la amenaza de una oferta excedía cuestiones relativas a la falta de adecuación del precio, o a los elementos coercitivos de una oferta en dos etapas, sino que ésta también podía poner en riesgo una estrategia empresarial preexistente y confundir a los accionistas de *Time*.

En resumen la Corte reafirmó el principio predominante del *business judgment rule* de que el órgano de dirección es el último recurso para decidir la estrategia de largo plazo de una compañía y que dichas decisiones no están sujetas a revisión judicial cuando parecen ser tomadas con los elementos de diligencia y buena fe necesarios. Un aspecto importante en esta decisión es que la conformación de la licitud de la medida defensiva de *Time* fue independiente de alegatos de precio o elementos coercitivos de la oferta (supuestos antes esgrimidos para justificar las medidas defensivas), y como interpretó la segunda parte del *test* de *Unocal* en el sentido de que la "proporcionalidad" entre la medida defensiva y la amenaza de la oferta no requiere, como parecía insinuar *Unocal*, un cuidadoso análisis de las medidas defensivas por parte de la Corte, sino más bien la constatación de que las mismas no constituyen un obstáculo insalvable para el oferente. En el caso en concreto, la Corte sostuvo que si bien la compra de *Warner* por parte de *Time* hacía más difícil la oferta de *Paramount* (en concreto, ahora se trataba de una compañía mayor al doble de lo que era antes) no hacía que ésta fuera imposible.

3.3. Caso *Unifrin Inv. vs. American General Corporation*¹³³

En este fallo la Corte explicó que a menos que los mecanismos de defensa sean "draconianos" o fuera de toda razonabilidad, la respuesta de la administración debe ser aceptada. A su vez, sostuvo que aquellos tipos de defensas que son coercitivos o que constituyen un obstáculo insalvable para el oferente deberían ser consideradas como "draconianas". En estos casos, la Corte sostuvo que había violación de los deberes fiduciarios y por lo tanto dichas medidas no podían ser sostenidas.

3.4. Caso *Revlon Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*¹³⁴

Por último, este fallo implicó una calificación importante de las opiniones anteriores en el sentido de que los criterios jurisprudenciales antes enunciados cambian cuando la compañía objeto de la oferta hostil está en proceso de venta.

¹³³ Supreme Court of Delaware, 651, A.2d, 1361 (Del. 1995), www.law.unlv.edu

¹³⁴ Supreme Court of Delaware, 506, A.2d 173 (Del. 1986), www.law.unlv.edu

En el caso en particular, *Pantry Pride, Inc.* ("Pantry") había iniciado una oferta de compra de *Revlon, Inc.* ("Revlon") por \$47.5 dólares por acción, que luego fue aumentando a medida que la administración inició una serie de medidas defensivas y estableció negociaciones con *Forstmann Little & Company* para que éste adquiriera la compañía. A fin de dar por terminada la carrera de ofertas a favor del oferente preferido de *Revlon*, los directivos de ésta otorgaron un *lockup option* sobre dos líneas de negocios de la compañía, con lo cual *Forstmann Little & Company* tenía el derecho de adquirirlas a un precio inferior que el valor de mercado, elemento que fue usado como disuasivo para *Pantry*. Fue este elemento lo que la Corte interpretó como un quebrantamiento de los deberes fiduciarios de los directores, quienes al requerir una autorización para negociar la venta de la compañía habían reconocido expresamente que la misma estaba "en venta" y que en dicha circunstancia la obligación de los directivos era maximizar el precio a favor de los accionistas.

4. La Posición en el Derecho Europeo

Es interesante verificar como el derecho comunitario se ha acercado a un criterio mucho más restrictivo que el que hemos estudiado para el caso de los E.U.A. En efecto, en la Directiva en el considerando séptimo establece que "para evitar operaciones que invaliden la oferta, conviene limitar los poderes de la administración de la sociedad a la que se dirige esta oferta respecto a determinadas operaciones de carácter excepcional". A su vez, el artículo 8 de la Directiva prevé que hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá, salvo cuando la junta general de accionistas así lo autorice durante el plazo de aceptación, abstenerse de decidir: (i) la emisión de títulos, (ii) la realización de operaciones que tengan por efecto modificar de forma significativa el activo o el pasivo de la sociedad o que den lugar a que ésta asuma compromisos sin contraprestaciones, salvo autorización debidamente motivada de la autoridad supervisora, y (iii) la adquisición por la sociedad de sus propias acciones. En línea con esta Propuesta de Directiva la legislación europea ha recogido diversas limitaciones a la actuación de los administradores.

Así, Alberto J. Tapia Hermida al revisar el estado del derecho comparado menciona que la Ley Italiana ha adoptado una política restrictiva al establecer que "tras la publicación del folleto informativo y durante toda la duración de la oferta se prohíbe a la sociedad emisora de los títulos objeto de la misma acordar modificaciones del acto

constitutivo o de sus estatutos" y que establece: "los administradores deberán abstenerse de realizar operaciones que puedan modificar de modo significativo el activo o el pasivo de la sociedad y que conduzcan a asumir un compromiso sin contrapartida". En la misma línea pueden situarse las normas de la COB francesa. El artículo 3 del Reglamento 89-03, que, tras indicar que el oferente y la sociedad afectada garantizarán que sus actos no tengan el efecto de comprometer el interés social, establece que "si los directivos de las sociedades afectadas deciden realizar actos diferentes de los de gestión ordinaria, han de comunicarlo a la Comisión a fin de permitirle tutelar la información del público y hacer, en su caso, conocer su opinión".¹³⁵

Más precisas, son las normas adoptadas por el Decreto Real Belga de 1989 y el Código Portugués del Mercado de Valores Mobiliarios, que en sus artículos 8 y 575 respectivamente, establecen una serie de limitaciones a la sociedad afectada similar a la prevista en la Propuesta de Directiva.

Por último, es interesante analizar la posición del legislador en el Derecho Español. La norma que establece expresamente cual debe ser la regla legal aplicable a la conducta de los administradores es la prevista en el artículo 14 del Real Decreto 1.197/1991.¹³⁶

Se trata de una norma que podemos calificar como de una regla de "pasividad atenuada" y que en forma genérica limita la actuación de los administradores a la "actividad ordinaria" de la sociedad, prohibiendo en forma expresa operaciones que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta. En particular, la norma limita expresamente tres tipos de maniobras defensivas típicas: (i) las que alteren la estructura de capitalización de la sociedad objetivo, excepto previo acuerdo de una asamblea de accionistas, (ii) las que tengan por objeto efectuar operaciones sobre las

¹³⁵ Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Comentario sistemático del Real Decreto 1.97/1991, dirigido por Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Volumen I, p. 374.

¹³⁶ La norma establece que: 1. A partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la Sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta el órgano de administración de la Sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios. En particular, no podrá: (i) acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General, (ii) efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta, y (iii) proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública, y 2. Las limitaciones previstas en el número anterior se aplicarán también a las Sociedades del grupo de la Sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta.

acciones objeto de la oferta, como recompras, rescates, amortizaciones o adquisiciones por parte de sociedades afiliadas al emisor, y (iii) las operaciones que impliquen actos de disposición de los activos de la sociedad con el objetivo de frustrar o perturbar la oferta.

Dos aspectos deben resaltarse de esta norma. La primera es que, previo a señalar cuales son los actos que en general y en particular quedan limitados a la administración, también impone a éstos un deber positivo de actuar y "hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios", haciendo evidente que se debe dar preferencia al principio jurídico que atiende el conflicto de intereses, sobre cualquier otro que puede admitirse en relación a la libertad de actuación de la administración. La segunda, es que las limitaciones se extienden a los órganos de administración de las sociedades pertenecientes al mismo grupo de la sociedad afectada, aspecto éste esencial para que la norma sea plenamente efectiva.

5. Medidas Compatibles con la Legislación Mexicana

En derecho mexicano existen algunas disposiciones que se refieren a medidas en relación con la transmisión de acciones, medidas defensivas y a la actuación del órgano de administración en caso de una OPCA no acordada u hostil.

5.1. Medidas Contempladas por la Ley General de Sociedades Mercantiles

La única medida que encontramos en la LGSM radica en que en el contrato social podrá pactarse que la transmisión de las acciones sólo se haga con la autorización del consejo de administración. El consejo podrá negar la autorización designando un comprador de las acciones al precio corriente en el mercado. (art 130 LGSM)

5.2. Medidas Contempladas por la Ley del Mercado de Valores y las Reglas de OPCAs

En términos de la fracción VII del artículo 14 Bis 3 de la LMV, una emisora, mediante asamblea general extraordinaria de accionistas, podrá estipular en sus estatutos, previa autorización de la CNBV, cláusulas adicionales a las previstas en la LGSM para el contrato social, que establezcan medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de la emisora, en forma directa o indirecta, sin que se tenga el acuerdo favorable del consejo de administración de la misma.

Según lo disponen las reglas en materia de OPCAs recientemente emitidas por la CNBV, existe a cargo de los consejeros y principales directivos de una emisora el deber de

abstenerse de realizar o concertar operaciones que en detrimento de los inversionistas minoritarios tengan por objeto frustrar el desarrollo de una OPCA. Este deber subsiste desde el momento en que la oferta se hace pública y hasta el momento de su vencimiento.¹³⁷

Asimismo, las Reglas de OPCAs facultan a las emisoras a establecer en sus estatutos sociales que las personas o grupos adquirentes que obtengan o incrementen la propiedad o tenencia, directa o indirecta, del 30% o más con derecho a voto de una emisora, sin haber previamente promovido una oferta de conformidad con las disposiciones de las Reglas de OPCAs, estas no podrán ejercer los derechos corporativos derivados de los valores con derecho a voto, así como se abstendrán de inscribir en el RPC.

Como se desprende de los párrafos que anteceden, la adopción de medidas defensivas es válida en nuestro país siempre y cuando: (i) se prevean en los estatutos sociales de la emisora, (ii) se adopten por resolución de la asamblea extraordinaria, (iii) se revelen en el informe anual, (iv) se obtenga la autorización previa de la CNBV, y (v) que protejan los intereses de sus accionistas en el evento que las adquisiciones se realicen en violación a las Reglas de OPCAs. Respecto de la actuación del consejo de administración ante una OPCA hostil, se impone al dicho órgano la obligación de velar por los intereses de los accionistas minoritarios.

5.3. Ejemplo de un Plan de Derechos para Accionistas en México

El 8 de mayo de 2001, Corporación Geo, S.A. de C.V. ("GEO") dio a conocer mediante un aviso de evento relevante (adjunto al presente trabajo como Apéndice "C") que el viernes 4 del mismo mes, su consejo de administración aprobó un Plan de Derechos Accionarios, que prevé la emisión de hasta 50 millones de obligaciones quirografarias necesariamente convertibles en acciones, las que únicamente serían suscritas ante el caso de toma hostil o cambio de control de la administración de la empresa. Asimismo, GEO señaló que su asamblea de accionistas había autorizado, el 27 de abril de 2001, la referida emisión, con la única intención de proteger a los accionistas de la empresa contra tácticas abusivas de cambio de control, así como para garantizar que cada accionista sea tratado de manera equitativa en cualquier transacción que involucre un cambio de control de la empresa.

¹³⁷ De la interpretación de dicho precepto se colige que no está prohibido a los administradores la posibilidad de buscar OPCAs competidoras más beneficiosas para la totalidad de los accionistas.

5.3.1. Mecánica y Calendario de la Adopción del Plan

(i) Consejo de Administración

El Consejo de Administración de GEO acordó la constitución de un comité especial que estudiara la posibilidad e implicaciones de un cambio de control en la sociedad. Como resultado de los estudios del referido comité, se recomendó la preparación de un mecanismo que pudiera detonarse en el momento en que hubiese una amenaza de cambio de control, el que preferentemente debía de ser aprobado por la asamblea de la sociedad o en su defecto por el propio consejo de administración. Asimismo, se determinó que la mejor manera de implementar el referido mecanismo era a través de modificaciones al Plan de Incentivos a Empleados y Ejecutivos de GEO y/o Subsidiarias (el "Plan de Incentivos") y mediante la emisión de obligaciones quirografarias necesariamente convertibles en acciones ordinarias de la Serie "B", sin expresión de valor nominal, representativa de la parte fija del capital social de GEO, cuya suscripción y pago quedara sujeta al evento de un cambio de control de GEO (las "Obligaciones").

Por lo anterior, el consejo de administración de GEO convocó a una asamblea general extraordinaria de accionistas para, entre otros temas, resolver sobre: (i) la emisión de las Obligaciones, y (ii) la emisión de nuevas acciones ordinarias nominativas de la Serie "B", sin expresión de valor nominal, representativas de la parte fija del capital social, las que tan sólo podrán ser suscritas y pagadas mediante la conversión de las Obligaciones.

(ii) Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de GEO

El 27 de abril de 2001 reunidos en asamblea general extraordinaria, los accionistas de GEO resolvieron aprobar, entre otros, los siguientes puntos:¹³⁸

(a) La constitución de un crédito colectivo a cargo de GEO mediante la emisión de hasta 60.6 millones de Obligaciones que serían ofrecidas para suscripción y pago a los fideicomisos que al efecto constituirá GEO y/o alguna de sus subsidiarias, en el entendido que 50 millones serán emitidas en las condiciones que determine el consejo de administración solamente en caso de un cambio de control de GEO;

(b) El proyecto de clausulado de las Obligaciones; y

¹³⁸ Como Apéndice "D", se acompaña el Aviso de Evento Relevante en relación con las resoluciones tomadas mediante asamblea general de accionistas de GEO el 27 de abril de 2001.

(c) Que el consejo de administración determine la conveniencia de que sea GEO o cualquiera de sus subsidiarias la que celebre con una o varias instituciones los fideicomisos para la implementación del Plan de Incentivos, quedando expresamente autorizados para hacer por cuenta de GEO y/o cualquiera de sus subsidiarias las aportaciones en dinero que en su caso se requiera así como para determinar la mecánica, forma, términos y tiempos que sean necesarios o convenientes así como para realizar todos los contratos y realizar cualquier acto que se requiera o sea conveniente para el cumplimiento del Plan de Incentivos.

5.3.2. Características de las Obligaciones

A continuación se señalan algunas de las características de dichas Obligaciones:

(i) Monto.

60.6 millones de obligaciones, nominativas con un valor de \$1.12 pesos. Las obligaciones serán necesariamente convertibles en acciones ordinarias, sin expresión de valor nominal, de la Serie "B" representativas de la parte fija del capital social de GEO (las "Acciones de GEO").

(ii) Suscriptores

Únicamente podrán ser adquiridas por el o los fideicomisos que determine GEO, cuyo principal propósito será asignar las acciones derivadas de la conversión de las Obligaciones, en beneficio de los empleados de GEO, conforme al Plan de Incentivos.

(iii) Precio de Conversión.

El precio de conversión es el valor teórico de las Acciones de GEO, a razón de una acción por cada una de las Obligaciones.

(iv) Intereses

Los intereses que en su caso generen las Obligaciones se pagarán a su vencimiento y se generarán a partir de la fecha de emisión y en tanto no sean convertidas en acciones. En su caso, las Obligaciones generarán un interés bruto anual del 24% sobre el monto principal de la emisión.

(v) Vigencia

El plazo de vigencia de las Obligaciones es de 60 días naturales contados a partir de la fecha de suscripción y pago de las obligaciones por el fideicomiso o fideicomiso que

al efecto determine el consejo de administración de GEO, o por los empleados de esta última. Dentro del referido plazo deberá realizarse la conversión.

(vi) Derechos de Conversión

Los tenedores de las obligaciones deberán ejercer el derecho para convertir las Obligaciones por Acciones de GEO, a su valor nominal teórico

(vii) Amortización Anticipada

GEO se reserva el derecho de anticipar el pago parcial o total de las Obligaciones que ahora emite.

6. Justificación de la Necesidad de Implementar Medidas para Prevenir las Tomas de Control Hostil

Del análisis anterior, podemos observar que las tomas de control pueden producir cambios sustanciales, en ocasiones positivos, en otros negativos, como puede ser el modificar por completo la integración del consejo de administración, la adopción de nuevas políticas de administración y abandono de otras existentes, la pérdida de empleos, y la explotación de los consumidores por limitaciones a la competencia, entre otros, por lo que es indispensable el establecimiento de mecanismos que tengan como finalidad evitar una toma de control hostil.

La justificación general de la existencia y aplicación de estos mecanismos es proteger al inversionista contra compras baratas. Sin embargo, hay dos justificaciones específicas, una jurídica y otra de índole económica, las cuales son trascendentes para la implementación de estos mecanismos.

Por una parte, la justificación jurídica busca darle seguridad al inversionista, mientras que el objetivo de la justificación económica es atraer capitales a la inversión. Ambas justificaciones van de la mano, puesto que si no hay seguridad jurídica no se genera confianza entre los inversionistas y por ende, la gente no invierte los recursos con los que cuenta, evitando así el crecimiento del mercado y del país. Al existir seguridad jurídica se obtiene confianza de sus participantes, incrementándose la liquidez, el volumen operado y la eficiencia de las operaciones bursátiles, así como el atractivo del mercado de valores como una alternativa de financiamiento para las empresas nacionales y extranjeras.

A las bolsas de valores acuden inversionistas, quienes al invertir sus recursos en acciones, permiten que las emisoras obtengan los recursos necesarios para producir y

desarrollarse; teniendo esto como consecuencia la generación de empleos y riqueza, que se traduce en una mejora en el nivel de vida no solo de los accionistas, sino de la sociedad en general. Asimismo, la existencia del mercado de valores contribuye a una canalización natural del ahorro a la inversión productiva.

Es importante considerar que la inversión en el mercado de valores implica per se un riesgo para el inversionista, sin embargo, el riesgo natural del mercado se basa en el desempeño de la sociedad en la que se invierte y las circunstancias que afectan dicho desempeño, y un inversionista normalmente no contempla el riesgo de la compra oportunista de un paquete de acciones en menos de lo que valen gracias al desempeño financiero de la emisora como un riesgo del mercado. Por lo anterior, se puede reducir éste último riesgo de compra estableciendo ciertos estándares mínimos de protección que propicien seguridad jurídica, a fin de que los inversionistas sepan a que atenerse y cuenten con ciertos mecanismos de defensa. Cuando los inversionistas cuentan con seguridad jurídica e información adecuada, existen condiciones propicias para tomar decisiones únicamente basadas en factores económicos y financieros, como debe ser, ya que se pueden efectuar juicios inteligentes sobre si desean o no invertir. En razón de lo anterior, debe garantizarse seguridad jurídica a la emisora, a los inversionistas, y al mercado, buscando generar crecimiento, inversión y fuentes de empleo.

Considero que es necesario que se establezcan en el marco jurídico mexicano disposiciones que protejan un conjunto de derecho mínimos de todos los accionistas a fin de que dichas sociedades cumplan con su fin social, el cual no es únicamente generar utilidades para los accionistas, sino ser una fuente de empleos, de riqueza y de progreso para la sociedad en general.

A fin de procurar la estabilidad y el correcto funcionamiento del mercado, mantener y fomentar el sano desarrollo del sistema financiero, así como proteger los intereses del público inversionista, debe darse mayor seguridad jurídica a través de la implementación de un precepto más claro en relación con el establecimiento e implementación de medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de una emisora.

Es conveniente aprovechar la experiencia internacional a fin de establecer un marco normativo que brinde seguridad jurídica a las sociedades anónimas públicas, en virtud de ser una fuente de progreso para la sociedad mexicana en general, regulando de

manera adecuada los mecanismos para prevenir la toma de control, y evitando que los mismos se lleven a cabo por vías indirectas, injustas u oscuras, mediante el establecimiento de reglas claras que contengan los principios generales que permitan una transparente y justa defensa a los accionistas que detentan el control en las mismas.

CONCLUSIONES

168.1

CONCLUSIONES

1. Control

El término control tiene diversas acepciones; sin embargo, después del análisis realizado a lo largo del presente trabajo, podemos concluir que el significado puro del término "control" en materia de sociedades, conlleva el dominio, mando, y/o preponderancia de una parte sobre otra, así como también significa inspección, fiscalización, intervención y derecho de veto.

Por lo anterior, clasificaría los distintos grados de control en materia de sociedades mercantiles, de la siguiente manera:

- (i) Control Activo: En el que una parte puede definir el destino de la acción sin necesidad de la participación de ninguna otra parte, se trata de decisiones tomadas unilateralmente (hay subordinación efectiva);
- (ii) Control Negativo o de Veto: En el que una parte puede impedir o vetar ciertas acciones unilaterales de la otra parte mediante la oposición a las mismas, sin poder tomar acciones en forma unilateral; y
- (iii) Control Compartido: En el que ninguna de las partes puede tomar acción alguna unilateralmente, sin el consentimiento de la otra.

Ni la LGSM ni el CCo contemplan el término control; sin embargo, la Ley de Concursos Mercantiles sí la contempla, aún cuando se refiere exclusivamente a la tenencia accionaria como evidencia y medida de control. Por otro lado, toda la legislación financiera mexicana se refiere claramente al Control Activo al establecer como medidas y evidencia de control: (i) el que se tenga el control de la asamblea general de accionistas, (ii) se esté en posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del consejo de administración, o (iii) por cualquier otro medio se dirija a la institución financiera de que se trate.

En consecuencia, podemos concluir que el término "control" implica el predominio de una persona o de un grupo sobre otros accionistas de la sociedad y, en consecuencia, la subordinación y acatamiento por parte de otra u otras personas u otros grupos.

2. Tipos de Control

Aplicando estrictamente el principio de ley mexicana "a cada acción corresponde un voto", podemos decir que el control en una sociedad anónima corresponde a las personas que sean propietarias de la mayoría de las acciones en que se divide el capital social. Sin embargo, no siempre esto es así, ya que en muchas ocasiones no impera el principio de democracia de votos en el capital social, puesto que en la práctica se han ideado mecanismos jurídicos que permiten a un grupo minoritario imponer sus decisiones y detentar por tanto, el control.

En virtud de lo anterior, primordialmente podemos hablar de cinco tipos de control en las sociedades anónimas públicas:

- (i) Propiedad Total del Capital Social. El control lo detenta quien posee la totalidad menos una o la totalidad de las acciones en que se divide el capital social, si el 100% lo tiene un mismo grupo de interés;
- (ii) Control Mayoritario o de Voto. El control lo detenta quien posee por lo menos el 51% de las acciones con plenos derechos de voto. Este tipo de control es casi absoluto y el accionista o grupo de accionistas que lo tienen deberán en todo momento observar las disposiciones estatutarias y legales referentes a los derechos de los accionistas minoritarios y referentes a los requisitos de quórum superiores a la mayoría simple para la toma de ciertas decisiones;
- (iii) Control a través de Instrumentos Jurídicos. El control lo detenta quien posee una escasa proporción del capital social en virtud de la dispersión accionaria, debido a la utilización de instrumentos jurídicos que por sí mismos otorgan un control jurídico o de facto a quien los posea o ejerza, como las cartas poder o los acuerdos formales entre accionistas;
- (iv) Control de los Administradores. El capital social se encuentra totalmente pulverizado y disperso y, por tanto, ningún accionista tiene una posición importante en el mismo, por lo que los administradores de la sociedad son quienes detentan el control. Los derechos de los accionistas minoritarios son respetados en todo momento, éste tipo de control es más una cuestión de facto; y

(v) Control Compartido. El control lo tienen dos o más accionistas minoritarios los cuales logran juntos una posición de importancia en el capital social.

Por lo que podemos concluir, que incluso un grupo minoritario puede imponer sus decisiones y tener el control sin tener la mayoría de las acciones en que se divide el capital social de la misma.

3. Tomas de Control

Las tomas de control son una consecuencia de la circulación de las acciones de las sociedades emisoras en un mercado de valores. Generalmente, cuando las acciones de una emisora cotizan a un bajo precio y el mercado estima que la empresa se encuentra subvaluada, el oferente se encuentra ante la oportunidad de adquirir el control de la misma por una cantidad menor a la que realmente vale.

Una toma de control implica la adquisición de un importante porcentaje de las acciones en circulación de una sociedad determinada que le otorgan la facultad de dirección de la misma.

La toma de control hostil (*hostile takeover*) de una sociedad anónima pública puede definirse como la incursión adversa que realiza una persona o grupo de personas a quienes en la práctica se les denomina como invasores, para adquirir el "control" de una emisora, mediante la adquisición de las acciones con derecho a voto de dicha sociedad.

En consecuencia, la diferencia entre una toma de control y una toma de control hostil radica en que en la hostil, la oferta se lanza sin ser previamente acordada con el consejo de administración de la emisora objeto de la oferta, o bien, sin que a emisora haya manifestado su intención de vender.

4. Mecanismos para Adquirir el Control

Una persona, ya sea física o moral, puede adquirir el control de una sociedad anónima pública a través de cualquiera de los siguientes mecanismos, realizados cada uno de ellos de manera independiente o conjuntamente: (i) adquisición en el mercado abierto, (ii) compra sucesiva de acciones, y/o (iii) oferta pública de compra de acciones.

Aún cuando estos tres mecanismos pueden ser amistosos u hostiles, sin duda alguna, la OPCA es quizá el mecanismo que resulta más perjudicial para los accionistas de la sociedad emisora frente a los otros dos tipos de mecanismos, en virtud de que es el

mecanismo mediante el cual se toma el control con mayor rapidez, no dando oportunidad a los accionistas de evitar la pérdida de control.

En la mayoría de los casos, la OPCA se dirige a los tenedores de valores con derecho a voto, ya que la finalidad es tomar el control, reforzarlo o hacerse de una participación significativa del capital social.

5. Mecanismos de Defensa

De acuerdo a la doctrina norteamericana y europea, podemos clasificar a los mecanismos de defensa en dos grandes rubros: (i) los Mecanismos Preventivos, aquellos que son adoptados como una medida de prevención ante la existencia de cualquier toma de control hostil, y (ii) los Mecanismos de Defensa, aquellos que se implementan como respuesta a una situación de toma de control hostil.

Los Mecanismos Preventivos son un conjunto de medidas para desalentar a terceros a realizar ofertas no acordadas, las cuales consisten generalmente en incluir en los estatutos sociales de la emisora que puede ser objeto de una toma de control hostil, ciertas cláusulas que dificulten la misma y que les dan a los miembros de los órganos de la administración ciertas facultades a fin de enfrentar dicha toma de control. Todas estas medidas requieren del voto de los accionistas con facultades de decisión para su aprobación por consistir en modificaciones a los estatutos de la emisora. Entre los Mecanismos Preventivos más utilizados por las emisoras encontramos los planes de derechos para accionistas, las supermayorías, los consejos de administración escalonados o *staggered boards*, el *fair price*, y las acciones con derecho de veto también denominadas *golden shares*.

Los Mecanismos de Defensa son aquellas estrategias utilizadas por las emisoras que tienen como propósito obstaculizar y frustrar la operación de toma de control en forma tal que resulte inatractiva y desalentadora para cualquier oferente. Las medidas defensivas constituyen derechos que protegen el interés de los accionistas dado que son una herramienta para evitar que una emisora sea tomada en forma oportunista en un momento en el que las acciones se encuentran subvaluadas. Dentro de los Mecanismos de Defensa encontramos a: la propaganda, las acciones judiciales, los recursos administrativos, las adquisiciones defensivas, los *white knights*, los *lockups* o venta de activos, y la contra oferta pública de compra de acciones del oferente hostil, entre otros.

6. Objetivos que debe buscar el Mercado de Valores Mexicano

Entre otros factores, en los mercados de valores en donde se ha alcanzado un mayor nivel de desarrollo se debe al grado de protección que se ofrece a los inversionistas, esto es, que entre mayor es el grado de protección al inversionista, mayor es el nivel de desarrollo del mercado.

Por lo anterior, la protección de aquellos que invierten en la adquisición de acciones en el mercado de valores buscando participar de las utilidades generadas por las empresas cuyas acciones hayan adquirido, y el lograr que sus derechos sean plenamente respetados, deben ser dos de los objetivos que debe buscar el mercado.

Si los derechos a los que se hacen acreedores los inversionistas por el hecho de adquirir parte del capital social de una empresa no fuesen respetados, sería más difícil generar la base de inversionistas que permitan el crecimiento y desarrollo del mercado accionario mexicano, por temor a no contar con una protección adecuada en esta materia.

El mercado mexicano tiene nuevas necesidades por lo que se requiere incorporar nuevos conceptos y figuras jurídicas con la finalidad de promover un mayor grado de transparencia dentro del mercado de valores e incrementar la confianza del público inversionista en éste como una alternativa de inversión.

7 Justificación de los Mecanismos de Defensa

La justificación general de la existencia y aplicación de estos mecanismos es proteger al inversionista contra compras baratas. Sin embargo, hay dos justificaciones específicas, una jurídica y otra de índole económica, las cuales son trascendentes para la implementación de estos mecanismos.

Por una parte, la justificación jurídica busca darle seguridad al inversionista, mientras que el objetivo de la justificación económica es atraer capitales a la inversión. Ambas justificaciones van de la mano, puesto que si no hay seguridad jurídica no se genera confianza entre los inversionistas y, por ende, no se invierte, evitándose así el crecimiento del mercado y, en cierta medida, del país. Al existir seguridad jurídica se obtiene confianza de sus participantes, incrementándose la liquidez, el volumen operado y la eficiencia de las operaciones bursátiles, así como el atractivo del mercado de valores como una alternativa de financiamiento para las empresas nacionales y extranjeras.

A las bolsas de valores acuden inversionistas quienes, al invertir en acciones, permiten que las emisoras obtengan los recursos necesarios para producir y desarrollarse, teniendo esto como consecuencia la generación de empleos y riqueza, que se traduce en una mejora en el nivel de vida no solo de los accionistas, sino de la sociedad en general. Asimismo, la existencia del mercado de valores contribuye a una canalización natural del ahorro a la inversión productiva.

Es importante considerar que la inversión en el mercado de valores implica *per se* un riesgo para el inversionista; sin embargo, el riesgo natural del mercado se basa en el desempeño de la sociedad en la que se invierte y las circunstancias que afectan dicho desempeño, y un inversionista normalmente no contempla el riesgo de la compra oportuna de un paquete de acciones en menos de lo que valen gracias al desempeño financiero de la emisora como un riesgo del mercado. Por lo anterior, se puede reducir éste último riesgo de compra estableciendo ciertos estándares mínimos de protección que propicien seguridad jurídica. Cuando los inversionistas cuentan con seguridad jurídica e información adecuada, existen condiciones propicias para tomar decisiones únicamente basadas en factores económicos y financieros, como debe ser, ya que cuentan con las bases suficientes para elegir si desean o no invertir. En razón de lo anterior, debe garantizarse seguridad jurídica a la emisora, a los inversionistas, y al mercado, buscando generar crecimiento, inversión y fuentes de empleo.

Considero que es necesario que se establezcan en el marco jurídico mexicano disposiciones que, por un lado, protejan un conjunto de derecho mínimos de todos los accionistas, y, por el otro, plasmen la importancia de que las pugnas internas en las sociedades deben evitarse, o solucionarse de la mejor manera posible, a fin de que dichas sociedades cumplan con su fin económico, el cual no es únicamente generar utilidades para los accionistas.

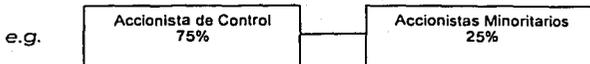
8. El Problema de las Tomas de Control

En México, el problema de las tomas de control hostil en las emisoras, se da cuando el accionista de control tiene un porcentaje accionario menor al del resto del capital que se encuentra disperso en el mercado.

e.g.



Por que de lo contrario, esto es, cuando el accionista de control tiene un porcentaje mayor que el de los accionistas minoritarios, lo único que tiene que hacer para no perder el control ante una oferta pública de compra hostil, es no aceptar la oferta, puesto que como no está obligado a vender, no hay forma alguna de que pierda el control.



Por ende, el problema de las tomas de control en nuestro país se da siempre que el porcentaje accionario del accionista de control es menor que el resto del capital disperso y no cuenta con una medida o mecanismo en sus estatutos sociales para prevenir la pérdida de control. En consecuencia, cuando se lanza una OPCA hostil y los accionistas que detentan el resto del capital accionario disperso la aceptan, y transmiten su participación al oferente hostil, le otorgan el control de la emisora, quitándoselo al accionista de control y dejándolo en completo estado de indefensión.

9. Medidas Permitidas por la Legislación Mexicana

En el derecho mexicano, las tomas de control no están prohibidas, por lo que existen algunas disposiciones que se refieren a Medidas Preventivas en caso de una OPCA no acordada u hostil.

Por lo que respecta a la LGSM, en el artículo 130 se establece que los accionistas *podrán* pactar en el contrato social que la transmisión de las acciones sólo se realice con la autorización del consejo de administración, quién podrá negar dicha autorización designando un adquirente de las acciones al precio corriente en el mercado.

Por otro lado, la LMV en el artículo 14 Bis 3, fracción VII, establece que una sociedad anónima pública, mediante asamblea general extraordinaria de accionistas, podrá estipular en sus estatutos, previa autorización de la CNBV, cláusulas estatutarias adicionales a las previstas en la LGSM, que establezcan medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de la emisora, en forma directa o indirecta, sin que se tenga el acuerdo favorable del consejo de administración de la misma.

Adicionalmente, las Reglas de OPCAs facultan a las emisoras a establecer en sus estatutos sociales que las personas o grupos adquirentes que obtengan o incrementen la propiedad o tenencia, directa o indirecta, del 30% o más con derecho a voto de una

emisora, están obligadas a promover previamente una oferta de conformidad con las disposiciones de las Reglas de OPCAs, para poder ejercer los derechos corporativos derivados de los valores con derecho a voto, e "inscribir dicha transmisión en el registro" a que se refieren los artículos 128 y 129 de la LGSM.

Como se desprende de los párrafos que anteceden, la adopción de medidas defensivas es válida en nuestro país siempre y cuando: (i) sean posibles y lícitas, (ii) se prevean en los estatutos sociales de la emisora, (iii) se adopten por resolución de la asamblea extraordinaria de accionistas, (iv) se revelen en el informe anual, (v) se obtenga la autorización previa de la CNBV, y (vi) que protejan los intereses de sus accionistas en el evento que las adquisiciones se realicen en violación a las Reglas de OPCAs.

10. Análisis de la Legislación Mexicana Existente

Actualmente, la legislación mexicana en materia de tomas de control hostil presenta serias inconsistencias, provocando un problema de inseguridad jurídica para: (i) el accionista de control, ya que éste puede perder el control de la emisora, (ii) para los accionistas minoritarios, ya que el nuevo accionista de control puede cometer violaciones a sus derechos, y (iii) los adquirentes, por no contar con verdadera seguridad, provocando que estos no inviertan en el mercado, frenando así el desarrollo del mismo. Dichas inconsistencias serán tratadas a continuación:

(a) LMV

Aún cuando el artículo 14 Bis 3 de la LMV permite el establecimiento de medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que transfieran el control de la emisora en forma directa o indirecta, la disposición presenta serias inconsistencias dejando en total estado de indefensión a los accionistas de control. En primer lugar la disposición no es clara, dando lugar a diversas interpretaciones, y en segundo lugar, sujeta la implementación de mecanismos de defensa a la autorización de la autoridad, dando lugar al error, la corrupción, e inclusive la injusticia.

(i) Realizando una primera interpretación, podemos decir que el precepto resulta muy vago por ser muy amplio e incluso resulta contradictorio. Como se desprende de la

* Cfr. Reglas de OPCAs. El registro de acciones de las acciones de las emisoras depositadas en el Indeval se lleva a cabo por la institución de depósito de valores.

narración de la fracción VII del citado artículo, *"la emisora, mediante asamblea general extraordinaria de accionistas, podrá estipular en sus estatutos, previa autorización de la CNBV, cláusulas adicionales a las previstas en la LGSM para el contrato social, que establezcan medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de la emisora, en forma directa o indirecta, sin que se tenga el acuerdo favorable del consejo de administración de la misma"*, podemos observar que deja en plena libertad a la emisora de pactar en sus estatutos sociales cláusulas que establezcan medidas tendientes a prevenir la toma de control de la emisora.

De lo anterior, podemos concluir que aún cuando pareciera que la ley permite a los accionistas de la emisora pactar cierto tipo de cláusulas a efecto de proteger sus derechos ante una toma de control en ejercicio del principio de la autonomía de la voluntad, esto no es del todo cierto, ya que las sujeta a la autorización de la autoridad. Por lo que en realidad, la libertad de los accionistas para decidir sobre la implementación de una medida u otra, queda limitada por la discrecionalidad de la autoridad, aún cuando sean medidas posibles, lícitas y no contrarias al orden público. Éste precepto faculta a la autoridad a decidir si la emisora puede o no pactar ciertas cláusulas adicionales con el propósito de evitar una toma de control, lo que resulta subjetivo por quedar sujetas al arbitrio de la autoridad.

Primeramente, cuando la autoridad decide no permitir el establecimiento de cláusulas a efecto de proteger los derechos de los accionistas en caso de una toma de control, deja a los accionistas de la emisora en total estado de indefensión. Por ende, si uno de los propósitos de la autoridad es velar y proteger los intereses de los inversionistas, esto resulta contradictorio por que no les permite defenderse.

Adicionalmente, podríamos decir que si bien la autorización de la autoridad es discrecional, ésta debe apegarse a la regla general establecida por el artículo 16 de la Constitución Federal, precepto que le impone la obligación de fundar y motivar los actos que puedan traducirse en una molestia en la posesión y derechos de los particulares. Sin embargo, encontramos que se da oportunidad de negar la adopción de algún mecanismo para prevenir la toma de control, aún cuando sea lícito, posible y no contrario al orden público. Por lo que el sujetar el establecimiento de este tipo de medidas a la autorización de la autoridad coarta el derecho que tiene todo particular para pactar bajo el principio de autonomía de la voluntad un mecanismo preventivo con la finalidad de

proteger sus derechos. Asimismo, si la autoridad negará la adopción de este tipo de medidas lícitas, posibles y no contrarias al orden público, aún cuando funde y motive su resolución, estaría perjudicando a los inversionistas, puesto que no les permite defenderse.

La CNBV tiene como objetivo buscar en todo momento la estabilidad y correcto funcionamiento del mercado, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema. Por ende, si la CNBV deja desprotegido a los inversionistas del mercado debido a que no permitió el establecimiento de alguna medida para prevenir la toma de control, estaría actuando en contra de sus objetivos principales. En consecuencia, la participación de la autoridad en este proceso no tiene sentido alguno.

En virtud de lo anterior, concluyo que el principio de la autonomía de la voluntad es básico y necesario para el diseño de instrumentos de defensa contra las tomas de control a las que se encuentran expuestas las sociedades anónimas públicas y para pactarlos libremente, por lo que la autoridad no debe ser quien decida sobre la implementación de algún mecanismo por parte de una emisora.

(ii) Desde el segundo punto de vista, el artículo 14 Bis 3 de la LMV es corto, pues solo permite a las emisoras el establecimiento de ciertas medidas que se pacten a través de ciertas disposiciones en los estatutos sociales. Esto limita a los accionistas a no poder tomar medidas en contra de una toma de control hostil cuando esta suceda. Esto significa, que si no hay una medida previamente pactada en estatutos, ésta no podrá implementarse al momento en que se realice una OPCA hostil, dejando entonces totalmente desprotegidas a las emisoras que no lo pactaron con anterioridad.

El tratar de pactar un mecanismo cuando ya se lanzó la toma de control, no tiene sentido, puesto que implica mucho tiempo y largos trámites, por lo que resulta inútil para la emisora objeto de la misma el tratar de defenderse mediante la implementación de algún tipo de mecanismo. Generalmente, la toma de control sucede de manera muy rápida, por lo que el mecanismo de defensa debe lanzarse inmediatamente. En consecuencia, de acuerdo a como se encuentra planteada nuestra legislación, no se puede lanzar un mecanismo sin antes ser aprobado por la CNBV. Lo anterior, resulta en un perjuicio para los inversionistas y por ende no se cumple el principio que establece que la autoridad en todo momento debe buscar la protección de los accionistas.

Del análisis anterior, podemos decir que, aún y cuando el precepto sí permite el establecimiento de medidas para prevenir la adquisición de acciones que otorguen el

control de la emisora, el precepto no es muy claro y presenta algunas inconsistencias, por lo que debería adecuarse a efecto de brindar a los accionistas de las emisoras las óptimas condiciones de seguridad jurídica.

(b) Reglas de OPCAs

Por otro lado, las Reglas de OPCAs imponen al consejo de administración la obligación en todo momento de velar por los intereses de los accionistas minoritarios ante una OPCA hostil. Por ende, se entiende que los consejeros están facultados para establecer medidas y proteger a los accionistas en caso de una toma de control hostil, la cual puede perjudicar a los accionistas.

Sin embargo, en una de las disposiciones contenidas en las Reglas Generales Aplicables a las Adquisiciones de Valores que deban ser Reveladas y de Ofertas Públicas de Compra de Valores recientemente emitidas por la CNBV, se establece que existe a cargo de los consejeros y principales directivos de una emisora, el deber de abstenerse de realizar o concertar operaciones que en detrimento de los inversionistas minoritarios tengan por objeto frustrar el desarrollo de una OPCA. Lo anterior, resulta contradictorio puesto que si bien existe la obligación del consejo de administración de velar por los intereses de los accionistas como si fueran suyos y proteger a los mismos, las Reglas de OPCAs les prohíben realizar operaciones que tengan por objeto evitar el desarrollo de una OPCA en detrimento de los accionistas minoritarios. De lo anterior, resulta subjetivo el término "detrimento" porque puede ser que alguna OPCA en lugar de proveer un beneficio para los accionistas, les causen un perjuicio y por ende entonces el consejo de administración no cumpla con su obligación de velar por la protección e intereses de los accionistas.

11. Consideraciones Finales

Como se desprende de la exposición de motivos de la LMV, la ley prevé y busca en todo momento, darle protección al inversionista proporcionándole los instrumentos jurídicos para hacer exigibles sus derechos. Por ende, el establecimiento de mecanismos para proteger los derechos de los inversionistas no es contrario a los fines que persigue la Ley.

En el mismo sentido, se encuentran las Reglas de OPCAs, ya que su finalidad es proporcionar los medios adecuados para la protección de los inversionistas en el mercado de valores; por lo que uno de los medios para protegerlos es a través del establecimiento de mecanismos que puedan implementarse ante una toma de control hostil, donde esté en riesgo su inversión.

Por lo que podemos concluir que la finalidad en todo momento es preservar el control, darle seguridad a sus inversionistas, de modo que se proteja a los accionistas para que éstos no lo pierdan en caso de una toma de control hostil.

A fin de procurar la estabilidad y el correcto funcionamiento del mercado, mantener y fomentar el sano desarrollo del sistema financiero, así como proteger los intereses del público inversionista, debe darse mayor seguridad jurídica a través de la implementación de un precepto más claro en relación con el establecimiento e implementación de medidas tendientes a prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de una emisora, como se propone en los siguientes párrafos.

Un catálogo que enumere los mecanismos que pueden utilizarse y la manera de implementarlos, no es la solución al problema. Aún cuando el catálogo podría establecer un listado de los mecanismos que las emisoras pueden pactar para prevenir las tomas de control, o bien, los que pueden implementar, así como la manera de conducirse con posterioridad a las mismas, éste resulta restrictivo, puesto que sólo contemplaría algunos mecanismos, dejando fuera a otros que también podrían pactarse y que pudieran ser benéficos ante una toma de control. El establecimiento de un catálogo no resolvería la problemática actual, ya que del mismo modo se estaría limitando la voluntad de los accionistas para elegir sobre la implementación de un mecanismo u otro, no dando solución ni protección ante una toma de control hostil.

Finalmente, la solución al problema sería mediante la modificación de la fracción VI del artículo 14 Bis 3 de la LMV, mediante el otorgamiento de plena libertad a los accionistas de las emisoras para pactar cualquier tipo de mecanismo, siempre que sea lícito, posible, y no contrario a las normas de orden público, a través de la eliminación de las facultades discrecionales de la CNBV para determinar si una emisora puede pactar o no cláusulas adicionales en los estatutos sociales para prevenir la adquisición de acciones que otorguen el control de la misma.

En adición a lo anterior, la legislación debe contemplar ciertos principios en relación con las tomas de control y la protección de los accionistas, tal y como son: (i) la igualdad de trato y oportunidades de todos los tenedores de títulos de la sociedad afectada, en particular, si una persona adquiere el control de una sociedad, en cuyo caso se deberá proteger a los demás titulares de valores, (ii) el principio de información que permite que los tenedores tomen una decisión con suficiente conocimiento de causa e información, (iii)

el principio de que el órgano de administración de la sociedad afectada debe obrar en interés de todos los accionistas sin que pueda obstaculizar el normal desarrollo de la OPCA, (iv) la prohibición de que se creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la sociedad oferente ni de cualquier otra sociedad implicada en la oferta, de forma que el alza o el descenso de las cotizaciones de los valores sea artificial y se distorsione el funcionamiento normal de los mercados, (v) un oferente sólo hará una oferta después de garantizar que dicha oferta puede hacer frente íntegramente a todo pago en efectivo en caso de proponerla y de tomar todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de pago, y (vi) el principio de que la sociedad afectada no debe ver sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus títulos sean objeto de una OPCA durante tiempo mayor al razonable.

Es conveniente aprovechar la experiencia internacional a fin de establecer un marco normativo que brinde seguridad jurídica a las sociedades anónimas públicas, en virtud de ser una fuente de progreso para la sociedad mexicana en general, regulando de manera adecuada los mecanismos para prevenir la toma de control, y evitando que los mismos se lleven a cabo por vías indirectas, injustas u oscuras, mediante el establecimiento de un precepto claro que contenga los principios generales que permitan una transparente y justa defensa a los accionistas que detentan el control en las mismas.

SECRETARÍA DE ECONOMÍA
ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

ANEXO "A"

CONTENIDO DEL ESCRITO DE SOLICITUD PARA AUTORIZACIÓN DE INSCRIPCIÓN DE VALORES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA

1. Denominación de la Emisora o, en su caso, de la institución fiduciaria Emisora, así como del fideicomitente y del fideicomisario en el fideicomiso base de emisión.
2. Nombre del representante legal autorizado para presentar la solicitud.
3. Domicilio para recibir notificaciones y número telefónico en México.
4. Nombre(s) de la(s) persona(s) facultada(s) para recibir notificaciones y realizar los trámites inherentes a la solicitud.
5. Especificación de los actos cuya autorización y aprobación se solicita.
6. Número y características de los valores a inscribir (clase, series, valor nominal, monto, plazo, tasa de interés, amortización, aval o garantía y cualquier otra que permita su plena identificación). En caso de que se solicite la Inscripción de títulos en la Sección Especial, la información anterior se complementará con los datos relativos al lugar de colocación, legislación aplicable, en su caso, listado en bolsas de valores extranjeras y agentes colocadores.
7. Tratándose de autorizaciones de programas, las características del mismo, así como plazo máximo y mínimo de las emisiones al amparo del programa.
 - 7.1 Tratándose de inscripciones con oferta pública, las características de dicha oferta.
 - 7.2 Tipo de oferta (primaria, secundaria, nacional, internacional).
 - 7.3 Número de títulos a colocar.
 - 7.4 Monto total de la oferta.
 - 7.5 Período o fecha de la oferta.
 - 7.6 Denominación del Intermediario Colocador.

Tratándose de acciones o certificados de participación ordinarios sobre acciones:

- 7.7 En su caso, número de títulos y mecánica de sobreasignación.
- 7.8 Porcentaje del capital social pagado después de la oferta, que representarán las acciones materia de la oferta y, en su caso, porcentaje incluyendo opción de sobreasignación.
- 7.9 Estructura del capital social antes y después de la oferta.
- 7.10 Rango de precio de colocación y bases para la fijación del mismo.
- 7.11 Las operaciones especiales que, en su caso, se realizarán en la oferta pública.

Tratándose de títulos de deuda:

7.12 Denominación del representante común de los tenedores.

Tratándose de títulos de deuda con plazo igual o menor a 1 año:

- 7.13 Información general referente a su actividad y a la ubicación de sus principales oficinas, así como datos relativos a los miembros de su consejo de administración y funcionarios dentro de la jerarquía inmediata inferior a la de director general y, en su caso, la denominación de las sociedades con las que integra un mismo grupo empresarial y/o Subsidiarias. Lo anterior, no será aplicable a aquellas Emisoras que mantengan otros valores inscritos en la Sección de Valores, siempre que se encuentren al corriente en la entrega de información periódica.
8. Firma del representante legal de la Emisora, del representante legal de los accionistas vendedores (tratándose de ofertas secundarias) o, en su caso, de la institución fiduciaria Emisora y de la sociedad fideicomitente.
9. Firma del representante legal de la casa de bolsa colocadora aceptando fungir como Intermediario en la operación y, en su caso, de la entidad que actuará como representante común de los tenedores.

APÉNDICES

184.1

ANEXO "A-1"

CONTENIDO DEL ESCRITO DE SOLICITUD TRATÁNDOSE DE OFERTAS PÚBLICAS DE COMPRA

1. Denominación de la sociedad o nombre de la persona oferente y de la Emisora.
2. Domicilio para recibir notificaciones y número telefónico.
3. Nombre(s) de la(s) persona(s) facultada(s) para recibir notificaciones y realizar los trámites inherentes a la solicitud.
4. Especificación de los actos cuya autorización y aprobación se solicita.
5. Características de la oferta pública.
 - 5.1. Número de títulos a adquirir y características de los mismos (clase, series, valor nominal y cualquier otra que permita su plena identificación).
 - 5.2. En su caso, porcentaje del capital social pagado de la Emisora que representan los títulos materia de la oferta.
 - 5.3. Precio de adquisición y bases para la fijación del mismo.
 - 5.4. Monto de la oferta.
 - 5.5. Período de la oferta.
 - 5.6. Plazo de liquidación.
 - 5.7. En su caso, condiciones a las que se encuentre sujeta la oferta.
 - 5.8. En su caso, posibilidad de prórroga de la oferta y razones de la misma.
 - 5.9. En su caso, posibilidad de cancelación de la inscripción de los valores de la Emisora en el Registro.
 - 5.10. Denominación de la casa de bolsa que funja como Intermediario en la operación.
6. Firma del oferente o su representante legal y, en su caso, de la Emisora.
7. Firma del representante legal de la casa de bolsa colocadora aceptando su designación.

ANEXO "B"

LISTADO DE DOCUMENTACIÓN E INFORMACIÓN ANEXA A LA SOLICITUD

Marcar en el recuadro de la derecha la documentación que se acompaña, en caso de que la información no sea aplicable, deberá indicarse en el mismo recuadro.

I. Documentación e información relativa a la inscripción de valores en la Sección de Valores:

1.	Poder del representante de la Emisora. (artículo 2o., fracción I, inciso b)).	
2.	Constancia del secretario de consejo de administración o comité técnico del fideicomiso, relativa al poder del representante de la Emisora (artículo 2o., fracción I, inciso b)).	
3.	Escritura constitutiva y modificaciones o compulsas de estatutos sociales de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente, administrador de los activos o tercero (artículo 2o., fracción I, inciso c)).	(*)
4.	Proyecto de acta de asamblea general de accionistas, acuerdo del consejo de administración o del comité técnico que determine la inscripción (artículo 2o., fracción I, inciso d)).	
5.	Proyecto del título (artículo 2o., fracción I, inciso e)).	
6.	Estados Financieros dictaminados, con revisión limitada o pro forma de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente, administrador de los activos o tercero (artículo 2o., fracción I, inciso f)).	(*)
7.	En su caso, Estados Financieros dictaminados o con revisión limitada de empresas Asociadas de la Emisora (artículo 2o., fracción I, inciso f)).	(*)
8.	Documento suscrito por el Auditor Externo respecto de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 2o., fracción I, inciso g)).	
9.	Documento suscrito por licenciado en derecho independiente respecto de la emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 2o., fracción I, inciso g)).	
10.	Opinión legal que, en su caso, versé además sobre la constitución del fideicomiso y de las garantías (anexo C).	
11.	Opinión favorable de la Bolsa (artículo 2o., fracción I, inciso i)).	
12.	En su caso, informe correspondiente al grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (anexo J).	(*)
13.	Proyecto del contrato de colocación (artículo 2o., fracción I, inciso k)).	
14.	Proyecto de aviso de oferta pública (anexo H o anexo I).	
15.	En su caso, prospecto de colocación, suplemento informativo o folleto informativo preliminar (anexo H o anexo I).	
16.	Información relativa al Sistema de captura electrónica para el registro y	

	oferta pública de valores (segundo párrafo de la disposición tercera transitoria).	
17.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	

II. Documentación e Información relativa a la Inscripción de valores en la Sección Especial:

1.	Poder del representante de la Emisora (artículo 2o., fracción II, inciso b)).	
2.	Constancia del secretario del consejo de administración relativa al poder del representante de la Emisora (artículo 2o., fracción II, inciso b)).	
3.	información general de la Emisora (artículo 2o., fracción II, inciso c)).	(*)
4.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	

III. Documentación e Información relativa a la Inscripción de valores en la Sección de Valores emitidos por entidades federativas y municipios:

1.	Copia del nombramiento de la persona facultada (artículo 3o., fracción II).	(*)
2.	Copia de la Ley de Ingresos o Decreto de la Legislatura Local o Cabildo (artículo 3o., fracción III).	(*)
3.	Copia de la Ley de Deuda de la Legislatura Local o Cabildo (artículo 3o., fracción IV).	(*)
4.	Copia del Presupuesto de Egresos (artículo 3o., fracción V).	(*)
5.	En su caso, autorización de la Legislatura Local o acuerdo del Cabildo para la emisión de los valores (artículo 3o., fracción VI).	
6.	Estados de ingresos y egresos dictaminados o con revisión limitada de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente, administrador de los activos o tercero (artículo 3o., fracción VII).	(*)
7.	Copia del informe presentado a la Legislatura Local o Cabildo, de la cuenta pública (artículo 3o., fracción VIII).	(*)
8.	Proyecto del título (artículo 3o., fracción IX).	
9.	Documento suscrito por el Auditor Externo respecto de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 3o., fracción IX).	
10.	Documento suscrito por licenciado en derecho independiente respecto de la emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 3o., fracción IX).	
11.	Opinión legal que, en su caso, verse además sobre la constitución del fideicomiso y de las garantías (anexo C).	
12.	Opinión favorable de la Bolsa (artículo 3o., fracción IX).	
13.	Proyecto del contrato de colocación (artículo 3o., fracción IX).	
14.	Proyecto de aviso de oferta pública (anexo L).	
15.	En su caso, prospecto de colocación o suplemento informativo preliminar (anexo L).	
16.	Información relativa al Sistema de captura electrónica para el registro v	

	oferta pública de valores (segunda párrafo de la disposición tercera transitoria).	
17.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	

IV. Documentación e Información relativa a la Inscripción de valores en la Sección de Valores emitidos por Emisoras extranjeras:

1.	Poder del representante de la Emisora y traducción (artículo 4o., fracción II).	
2.	Acta constitutiva y, en su caso, estatutos sociales actualizados y traducción (artículo 4o., fracción III).	(*)
3.	Resolución o acuerdo del órgano social que determine la Inscripción y traducción (artículo 4o., fracción IV).	
4.	Estados Financieros dictaminados, con revisión limitada o pro forma de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 4o., fracción V).	(*)
5.	En su caso, Estados Financieros dictaminados o con revisión limitada de empresas Asociadas de la Emisora (artículo 4o., fracción V).	(*)
6.	Opinión legal que, en su caso, verse además sobre la constitución del fideicomiso y de las garantías (anexo C).	
7.	Proyecto del título (artículo 4o., fracción VII).	
8.	Documento suscrito por el Auditor Externo respecto de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 4o., fracción VII).	
9.	Documento suscrito por licenciado en derecho independiente respecto de la emisora o, en su caso, del fideicomitente (artículo 4o., fracción VII).	
10.	Opinión favorable de la Bolsa (artículo 4o., fracción VII).	
11.	Proyecto del contrato de colocación (artículo 4o., fracción VII).	
12.	Proyecto de aviso de oferta pública (anexo H).	
13.	En su caso, prospecto de colocación, suplemento informativo o folleto informativo preliminar (anexo H).	
14.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	

V. Documentación e Información relativa a la Inscripción de valores en la Sección de Valores emitidos por Organismos Financieros Multilaterales:

1.	Poder del representante de la Emisora (artículo 5o., fracción II).	
2.	Opinión legal (artículo 5o., fracción III).	
3.	Copia del título (artículo 5o., fracción IV).	
4.	Opinión favorable de la Bolsa (artículo 5o., fracción V).	
5.	Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión (artículo 5o., fracción VI).	
6.	Proyecto del contrato de colocación (artículo 5o., fracción VII).	
7.	Proyecto de aviso de oferta pública (anexo Q).	
8.	En su caso, prospecto de colocación o suplemento informativo preliminar (anexo Q).	

9.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	
----	--	--

VI. Documentación e información adicional relativa a la Inscripción de valores en la Sección de Valores, por tipo de Instrumento:

a) Acciones y certificados de participación ordinarios sobre acciones:

1.	Constancia del secretario del consejo de administración relativa al capital social de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (anexo D).	
2.	Relación de empresas Subsidiarias, Asociadas y Controladora de la Emisora o, en su caso, del fideicomitente (anexo E).	(*)
3.	En su caso, proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión y del acta de emisión (artículo 7o., fracción II, inciso a), numeral 3.).	
4.	En su caso, dictamen a que se refiere el artículo 14 bis 9 de la Ley del Mercado de Valores (artículo 7o., fracción II, inciso a), numeral 4.).	

b) Certificados de participación ordinarios sobre bienes, derechos o valores distintos a acciones y certificados bursátiles emitidos por fideicomisos:

1.	Balance del patrimonio afecto en fideicomiso (artículo 7o., fracción II, inciso b), numeral 1.).	
2.	En su caso, certificados de libertad de gravámenes (artículo 7o., fracción II, inciso b), numeral 3.).	
3.	Proyecto de contrato de fideicomiso base de la emisión (artículo 7o., fracción II, inciso b), numeral 4.).	
4.	En su caso, dictamen a que se refiere el artículo 14 bis 9 de la Ley del Mercado de Valores (artículo 7o., fracción II, inciso b), numeral 4.).	
5.	Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión (artículo 7o., fracción II, inciso b), numeral 5.).	

c) Instrumentos de deuda:

1.	Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión (artículo 7o., fracción III).	
2.	En su caso, información financiera del aval o garante (artículo 7o., fracción III, inciso a), numeral 2.).	(*)
3.	En su caso, constancia relativa a la inscripción en el registro de obligaciones y empréstitos de entidades federativas y municipios. (artículo 7o., fracción III, inciso a), numeral 3.).	
4.	En su caso, proyecto del acta de emisión y oficio de autorización de Banco de México (artículo 7o., fracción III, inciso c)).	

(*) En caso de que la Emisora tenga inscritos otros valores en la Sección de Valores, esta información podrá ser omitida de acuerdo con lo establecido por los artículos 3o., 6o. y 7o. de estas disposiciones.

d) Títulos opcionales:

1.	Acta de Emisión (anexo F).	
----	----------------------------	--

El listado de documentación e información para Inscripción de valores en la Sección de Valores, deberá incluir nombre y firma del representante legal por parte de la Emisora y del Intermediario Colocador.

Tratándose de Inscripción en la Sección Especial, deberá incluir nombre y firma del representante legal por parte de la Emisora.

VII. Documentación e Información relativa a ofertas públicas de compra:

1.	Poder del representante del oferente (artículo 16, fracción II).	
2.	Constancia relativa al poder del representante del oferente (artículo 16, fracción II).	
3.	En su caso, acta del órgano del oferente en que se acuerde la oferta (artículo 16, fracción III).	
4.	Proyecto de folleto informativo preliminar (anexo K).	
5.	En su caso, copia de contratos, actos o acuerdos previos (artículo 16, fracción V).	
6.	Proyecto de contrato suscrito con el intermediario en la operación (artículo 16, fracción VI).	
7.	Proyecto de aviso de oferta pública (anexo K).	
8.	En su caso, opinión de Experto Independiente (artículo 16, fracción VIII).	
9.	Información relativa al Sistema de captura electrónica para el registro y oferta pública de valores (segundo párrafo de la disposición tercera transitoria).	
10.	Otros documentos (especificar cualquier otro).	

El listado de documentación e información relativa a ofertas públicas de compra, deberá incluir nombre y firma del representante legal por parte del oferente y, en su caso, de la Emisora.

AVISO DE EVENTO RELEVANTE DE GEO. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

México, D.F., 08 de Mayo del 2001 - Corporación Geo, S.A. de C.V. (BMV: GEOB; CORP GEO MX), empresa líder en Latinoamérica en construcción y comercialización de vivienda de interés social anunció el día de hoy, que el pasado Viernes 4 de Mayo, su Consejo de Administración aprobó el "Plan de Derechos Accionarios", comúnmente conocido como "Poison Pill". El plan está diseñado para contrarrestar tácticas de toma de control coercitivas o injustas, así como para evitar que el potencial adquirente pueda tomar el control de la empresa sin ofrecer un precio y trato justo a todos los accionistas de Corporación GEO. El "Programa de Derechos Accionarios" o "Poison Pill", consiste en un plan bajo el cual cualquier persona física o moral que amenace con comprar más de un cierto porcentaje de las acciones de una empresa, sin la aprobación expresa de su Consejo, detona derechos de compra de acciones (derechos Poison Pill) en todos los demás inversionistas de la empresa para comprar acciones a un descuento sobre valor de mercado. La Asamblea de Accionistas de la empresa adoptó el "Programa de Derechos Accionarios" el pasado 27 de Abril, con la única intención de proteger a los accionistas de la empresa contra tácticas abusivas de cambio de control, así como para garantizar que cada accionista sea tratado de manera equitativa en cualquier transacción que involucre un cambio de control o "takeover" de la empresa. Planes similares al ejecutado por la compañía, son práctica común en mercados de capitales desarrollados y han sido implementados por más del 60% de las corporaciones incluidas en el índice *Standard & Poor's 500*. En el caso de GEO, este programa no tiene precedentes en los mercados emergentes Latinoamericanos. La SEC (*Securities Exchange Commission*), así como las Cortes en los Estados Unidos, han reconocido la utilidad de los "Programas de Derechos Accionarios" como una herramienta legítima de los Directores para cumplir con sus obligaciones y responsabilidades ante los accionistas de sus empresas. Adicionalmente, como resultado de los estudios realizados por la compañía en torno a la implementación de este plan, se encontró que nunca se han detonado estos programas en los mercados de capitales en los Estados Unidos de América. En cambio, los accionistas de compañías que han implementado esta medida han obtenido premios superiores en transacciones de cambios de control, a aquellos obtenidos por compañías que no contaban con esta medida precautoria. El propósito principal de los "Programas de Derechos Accionarios" es incrementar la influencia del Consejo de Administración, en el ejercicio de sus

obligaciones, para proteger y maximizar el valor de la inversión de los accionistas de la empresa, ante el evento de un intento no deseado de toma de control de la compañía. El plan no está diseñado y de hecho no intenta, eliminar o rechazar ofertas de compra sobre la empresa que se realicen bajo condiciones adecuadas y a un precio justo. En cambio, el plan está diseñado para incentivar a cualquier adquirente potencial a negociar de manera directa con el Consejo de Administración, el cual la empresa confía que está en la mejor posición para analizar la equidad y la validez de la potencial oferta, así como para negociar mejor condiciones en representación de todos los accionistas, protegiéndolos contra prácticas abusivas durante un proceso de cambio de control. Por ejemplo, ofertas parciales o divididas que no benefician por igual ni de forma equitativa a todos los accionistas, u ofertas de compra que no sean realizadas a un valor justo (fair value) para los accionistas. Los "Programa de Derechos Accionarios" no afectan cualquier oferta de toma de control, que el Consejo apruebe y considere en el mejor interés de los accionistas de la empresa. Especificaciones del "Programa de Derechos Accionarios" de Corporación GEO El Consejo de Administración de Corporación GEO, en su reunión del 4 de Mayo del 2001, aprobó, entre otros puntos, la mecánica de operación para la emisión de hasta 50 millones de obligaciones quirografarias necesariamente convertibles en acciones, como parte del programa antes mencionado, y que solamente serían suscritas ante el caso de un intento de toma hostil o cambio de control de la administración de la empresa. Esta emisión fue aprobada en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas el pasado 27 de Abril del 2001, con un quórum del 92.6% y por extensa mayoría. Conforme lo acordado en la Asamblea Extraordinaria del 27 de abril pasado, se definió el término de "cambio de control de Corporación Geo" como el evento de una acción concertada por una o varias personas físicas o morales para adquirir, detentar y/o comenzar una oferta o intercambio por el 30% o más de las acciones de la sociedad, sin aprobación por escrito del Consejo de Administración. Bajo los acuerdos específicos de este plan, los Derechos Accionarios solamente se detonarán en el caso de un cambio de control de Corporación Geo, en los términos en que este evento fue definido por el Consejo de Administración. En caso de detonarse el programa, todos los accionistas de Corporación GEO, con excepción del grupo agresor, podrán ejecutar sus derechos accionarios, uno-a-uno, por cada una de las acciones GEOB que tengan en posesión al momento de detonarse el instrumento y bajo el criterio de suscripción a prorrata. En este evento, cada uno de los accionistas de GEO, menos el grupo agresor, tendrá la posibilidad de suscribir acciones y ejercer sus derechos

de tanto, al mismo precio y bajo las mismas condiciones, garantizando de esta manera los mismos beneficios económicos y de voto para cada uno de los accionistas de la empresa, con excepción del grupo agresor. De acuerdo con la Asamblea Extraordinaria de Accionarios celebrada el pasado 27 de Abril del 2001, el "Programa de Derechos Accionarios" sería implementado a través del Programa de Incentivos a Ejecutivos y Empleados, aprobado en 1997. El Consejo de Administración acordó modificar este plan, incluyendo la siguiente cláusula: Las 50 millones de acciones que serían suscritas en caso de detonarse el mecanismo del "Poison Pill", serían transferidas a un fideicomiso o fondo, según lo acordado por los ejecutivos y empleados. Las acciones depositadas en este instrumento serían distribuidas entre todos los accionistas de la empresa, con excepción del grupo agresor, bajo las mismas condiciones económicas y con el criterio de suscripción a prorrata. De manera general, el "Poison Pill" se detonaría, de forma inmediata, después de un anuncio público de que una persona, o grupo de personas, físicas o morales, hayan adquirido u obtenido el derecho de adquirir el 30% o más de las acciones en circulación de Corporación GEO, sin el consentimiento escrito del Consejo de Administración de la empresa. Finalmente, hasta que los derechos accionarios sean ejecutados, estos no podrán ser transferidos de manera separada de la acción por la cual les fueron concedidos, y ningún otro certificado que no sea el propio título accionario de la empresa podrá ser presentado como origen o fuente de los Derechos Accionarios bajo este plan. Cláusula sobre "Derechos Tag-Along" Adicionalmente, el Consejo de Administración acordó que en el caso de recibir y aceptar una oferta de compra, justa y adecuada, sobre las acciones de la empresa, esta oferta deberá ser extensiva, por el grupo adquirente, a todos los inversionistas de la empresa, de manera que tanto los accionistas minoritarios como el grupo de control, tengan la oportunidad de participar de dicha oferta y vender sus acciones al mismo precio y bajo las mismas condiciones. A este tipo de protección para accionistas minoritarios, se conoce en los mercados internacionales como "Tag-Along Rights" o "Derechos Tag-Along". La aprobación de esta iniciativa por parte del Consejo de GEO, confirma el liderazgo de la empresa y posiciona a la empresa como una de las primeras, sino la única empresa pública en México, en implementar este tipo de mecanismos protectores de los intereses de accionistas minoritarios. El Consejo de Administración de la empresa, en su esfuerzo por elevar este acuerdo al rango máximo de Asamblea, convocará a una Asamblea de Accionistas en donde se presentarán los detalles operativos de este esquema y se buscará la aprobación del mecanismo de

protección a accionistas minoritarios. Las leyes Mexicanas imponen el deber al Consejo de Administración, para actuar en el mejor interés de los accionistas de la empresa. El Consejo de GEO, en su afán de cumplir cabalmente con estos deberes y obligaciones, ha interpretado que es parte de su tarea hacer frente a posibles ofertas injustas de toma de control y que no traten a todos sus accionistas por igual. El Consejo de Administración, declaró que la adopción de este Plan de Derechos Accionarios y la aprobación de la cláusula de "Derechos Tag-Along", es una medida apropiada, de acuerdo a su responsabilidad de actuar en representación de todos los accionistas de la empresa, para maximizar el valor entregado a los inversionistas ante la posibilidad de un cambio de control en la administración de la empresa. Detalles de este programa de Derechos Accionarios y Derechos Tag-Along, serán destacados en una presentación que estará disponible públicamente en el WebSite de la empresa. Información Adicional: Un estudio público hecho por la empresa Georgeson & Company Inc, analizando información sobre takeovers o tomas hostiles desde 1992 a 1996, reveló que los premios pagados a empresa que fueron adquiridas y que tenían implementados Poison Pills, fueron en promedio 26% mayores a los premios pagados en la adquisición de aquellas compañías que no habían implementado estos Programas de Derechos Accionarios. El estudio hecho por Georgeson estima que los Poison Pills han contribuido en más de 13 mil millones de dólares en valor adicional para el inversionista, mientras que las compañías que fueron adquiridas sin tener Poison Pills, dejaron en la mesa más de 14 mil millones de dólares en premios potenciales para sus accionistas. Finalmente, Georgeson concluye que la presencia de los Poison Pills, no disminuyó la posibilidad de ejecutar tomas de control amistosas y que al mismo tiempo no se encontraron evidencias de que la implementación de estos programas disminuyan la posibilidad de que una empresa sea target para una toma de control. Contact: Iván Vela Investor Relations Officer Corporación GEO Tel. 525-480-5071 Fax 525-554-6064 ivela@casasgeo.com www.casasgeo.com

AVISO DE EVENTO RELEVANTE DE GEO. ASAMBLEA DE ACCIONISTAS.

LA APROBACIÓN DEL "POISON PILL" GARANTIZA EL CONTROL Y LA CONTINUIDAD DE LAS OPERACIONES DE LA EMPRESA México, D.F., 30 de Abril del 2001 - Corporación Geo, S.A. de C.V. (BMV: GEOB; CORP GEO MX), empresa líder en Latinoamérica en construcción y comercialización de vivienda de interés social informa la aprobación de la emisión de hasta 60.6 millones de obligaciones quirografarias necesariamente convertibles en acciones a fin de implementar un "Poison Pill" y de continuar con el plan de Bonos e Incentivos a Empleados, aprobado por la Asamblea de Accionistas de la empresa en 1997. "Esta resolución de nuestra Asamblea de Accionistas es muy importante para todos los empleados de la empresa y por lo tanto para todos nuestros inversionistas. Hoy en día, lamentablemente estamos cotizando con un descuento de 65% valor en libros, por lo tanto es básico proteger la continuidad del negocio ante la posibilidad económica de un cambio de control. Es importante señalar que habiendo otras opciones que solamente protege a los ejecutivos de la empresa, la administración tomó la decisión de presentar a la Asamblea de Accionistas la iniciativa para la implementación del "Poison Pill", protegiendo de esta forma a todos nuestros accionistas", agregó Miguel Gómez Mont, Vicepresidente Ejecutivo. De las 60.6 millones de acciones emitidas y que permanecerán en la tesorería de la empresa, 50 millones solamente se suscribirían ante el evento de un cambio de control en la administración de la empresa, como se explica más adelante. Por su parte, las restantes 10.6 millones se utilizarán para hacer frente a los incentivos pasados, presentes y futuros para ejecutivos y empleados. Es decir, esta resolución de la asamblea no causa dilución para los accionistas, el número de acciones en circulación de la empresa permanece en 100,472,530. Bajo el mecanismo del "Poison Pill", estas 50 millones de acciones permanecerán en la tesorería de la empresa, y solamente serían suscritas ante el evento de un cambio de control en la administración. De esta manera, ante la posibilidad económica de un cambio de control causado por el bajo precio de las acciones de la empresa, automáticamente se suscribirían y pagarían dichas acciones por el grupo de ejecutivos y empleados, asegurando el control de la empresa y su continuidad en el largo plazo. En caso de que existieran accionistas minoritarios afectados por este esquema, se diseñarían, oportunamente, mecanismos de compensación. Por otra parte, las restantes 10.6 millones de acciones permanecerán en la tesorería de la empresa con el único propósito de ser suscritas, de acuerdo a las resoluciones del Consejo de

Administración, para hacer frente a los incentivos pasados, presentes y futuros de los ejecutivos y empleados. Este es el mismo monto de acciones que había en la tesorería de la empresa sin ser suscritas ni pagadas, mismas que tuvieron que ser canceladas y posteriormente emitidas nuevamente al caducar la fecha límite de uso, conforme a las reglas de la CNBV. Luis Orvañanos, Presidente y fundador, comentó "El hecho que nuestra Asamblea de Accionistas haya aprobado la emisión de obligaciones convertibles en acciones para seguir con nuestro programa de incentivos a nuestros empleados y ejecutivos e implementar el "Poison Pill", nos permite asegurar el control de la empresa y la continuidad de sus operaciones en el largo plazo, no obstante que nuestras acciones se encuentren tan subvaluadas. Este tipo de acciones están diseñadas para maximizar el valor para nuestros inversionistas." Contactos: Iván Vela Director de Relación con Inversionistas Corporación GEO Tel. 525-480-5071 Fax 525-554-6064 ivela@casasgeo.com
www.casasgeo.com

BIBLIOGRAFÍA

196.1

BIBLIOGRAFÍA

1. LIBROS

- ACOSTA ROMERO, Miguel, *et al.* *Tratado de Sociedades Mercantiles con Énfasis en la Sociedad Anónima*, Porrúa, México, D.F., 2001.
- ARCE GARGOLLO, Javier, *Fusión de Sociedades Mercantiles*, Porrúa - Colegio de Notaríos del Distrito Federal, México, D.F., 2001.
- BAKER, Ralph J., *Cases and Materials on Corporations*, The Foundation Press, Inc., Brooklyn, E.U.A., 1979.
- BARRERA GRAF, Jorge, *Instituciones de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- BERLE, Adolf A. y Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, William's Hein & Co., Nueva York, E.U.A., 1982.
- CARVALLO YÁÑEZ, Erick, *Tratado de Derecho Bursátil*, 3ª ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- CHAMPAUD, C., *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, Sirey, Paris, 1962.
- CERVANTES AHUMADA, Raúl, *Derecho Mercantil*, Porrúa, México, D.F., 1986.
- _____. *Títulos y Operaciones de Crédito*, 14ª ed., Porrúa, México, D.F., 1999.
- CLARK, Robert Charles, *Corporate Law*, 9ª ed., Little, Brown and Company, Boston, Mass., E.U.A., 1986.
- DE CÁRDENAS SMITH, Carlos, *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Editorial Civitas, Madrid, 1993.
- DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús, *Tratado de Derecho Bancario y Bursátil*, 3ª ed., Porrúa, México, D.F., 2002.
- EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, E.U.A., 1991.
- FRISCH PHILIPP, Walter, *Sociedad Anónima Mexicana*, 5ª ed., Oxford University Press, México, D.F., 1999.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Mercados de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAS*, Ed. Civitas, Madrid, 1999.
- _____. *La OPA Obligatoria*, Ed. Civitas, Madrid, 1996.
- GARZA, Sergio Francisco de la, *Derecho Financiero Mexicano*, 16ª ed., Porrúa, México, D.F., 1992.

- GUTIÉRREZ Y GONZÁLEZ, Ernesto, *Derecho de las Obligaciones*, 14º ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- HEGEWISCH DÍAZ INFANTE, Fernando, *Derecho Financiero Mexicano. Instituciones del Sistema Financiero Mexicano*, 2º ed., Porrúa, México, D.F., 1999.
- HENN, Harry G., *Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises*, West Publishing Co., St. Paul Minnesota, E.U.A., 1971.
- HORNSTEIN, George D., *Corporation Law and Practice*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, E.U.A., Vol. 1, 1979.
- JENNINGS, Richard W., et al., *Federal Securities Laws, Selected Statutes, Rules and Forms*, Foundation Press, Nueva York, E.U.A., 2001.
- MANTILLA MOLINA, Roberto L., *Derecho Mercantil*, 29º ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- MONKS A.G., Robert y Nell Minow, *Corporate Governance*, Blackwell Publishers, Inc., Cambridge, Massachusetts, E.U.A., 1995.
- PÉREZ FERNÁNDEZ DEL CASTILLO, Bernardo, *Representación, Poder y Mandato*, 11º ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- PETIT-PIERRE, Sauvain, *La Cession de Contrôle, Mode de Cession de L'Entreprise*, Georg & Cie S.A., Ginebra, 1977.
- RATHER, David L., *Securities Regulation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, E.U.A., 1978.
- RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ, Joaquín, *Curso de Derecho Mercantil*, 25º ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- _____, *Tratado de Sociedades Mercantiles*, 21º ed., Porrúa, México, D.F., 1994.
- SÁNCHEZ MEDAL, Ramón, *De los Contratos Civiles*, 16º ed., Porrúa, México, D.F., 2001.
- VÁSQUEZ DEL MERCADO, Oscar, *Asambleas, Fusión, Liquidación y Escisión de Sociedades Mercantiles*, 8º ed., Ed. Porrúa, México, D.F., 2001.
- WEINBERG, M.A., *Take-overs and Mergers*, 5º ed., Sweet & Maxwell, Ltd., Londres, 1989.
- WESTON, J. Fred, et al., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Inc., New Jersey, E.U.A., 1990.
- ZUNZUNEGUI, Fernando, et al., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Colex, Madrid, 2001.
- ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime, *La Oferta Pública de Adquisición*, Bolsa de Madrid, Madrid, 1980.

2. REVISTAS

- ANDREWS, William, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", *Harvard Law Review*, Cambridge, Mass., No. 78, 1965.
- BARR, Stephen, "Facing the Hook", *CFO Magazine*, Nueva York, E.U.A., Diciembre 2001.
- BIALKIN, Kenneth J., *et. al.*, "A Panel Discussion on Conflicts of Interest and the Regulations on Securities", *Business Lawyer*, Enero, 1973.
- BRINK, Martin, "Employee Influence on Mergers and Takeovers in the European Community", *International Business Lawyer*, Vol. 21, No. 4, Abril 1993, Avenel, E.U.A.
- COMMENT, Robert y G. William Schwert, "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrent and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures", *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp. 3-43, página de Internet de la Social Science Research Network Electronic Library, www.papers.ssrn.com/so13/papers.cfm
- FARGOSI, Alejandro E., "La Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Su regulación", *Información Empresarial*, Vol. 15, pp. 7-8, 1972, www.oecd.org
- KRAMER, Allan, "Responsibility of and Liability of Directors for Corporate Management", *Business Lawyer*, Vol. 31, Abril, 1976.
- LESE, Shawn, "Preventing Control From The Grave: A Proposal For Judicial Treatment Of Dead Hand Provisions In Poison Pills", *Columbia Law Review*, Vol. 96, No. 8, Diciembre 1996, Nueva York, E.U.A.
- LEWKOW, Victor I., "Corporate and Securities Law Considerations for an Acquisition in the United States", Cleary, Gottlieb seminar of Chapter 6 of the Manual of Foreign Investment in the United States, McGraw-Hill, Inc., Enero 2001, Nueva York, E.U.A.
- LIPTON, M. y P.K. Rowe, "Delaware Re-Affirms Validity of Poison Pills", Nueva York, E.U.A., Octubre 12, 2000, www.wrhambrecht.com/comp/ma/news/pdf/delaware-10_12_00.pdf
- LOSS, Louis, "The SEC Proxy Rules in the Court", *Harvard Law Review*, Cambridge Mass., E.U.A., 1966.
- MEARS, Jennifer, "Companies Turn to Poison Pills", Middleton, 2002, página de Internet de Network World, www.nwfusion.com/news/2002/130935_03-18-2002.html
- PINTO, Arthur R., "Takeovers of Public Corporations in the U.S.A.", *The American Journal of Comparative Law*, Vol. XXXIV, 1983, Berkeley, E.U.A.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando, "Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición, Comentario sistemático del Real Decreto 1.97/1991", Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Volumen I.
- WEISS, Elliott, "Whose Rules Should Govern Takeovers", *Arizona Law Review*, 1991.

WOUTERS, Jan, "Towards a Level of Playing Field for Takeovers in the European Community? Analysis of the Proposed Thirteenth Directive in Light of American Experiences", *Common Market Law Review*, 1993.

3. DICCIONARIOS

Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, Tomo I y II, 22ª ed., Espasa Calpe, Madrid, 1996.

Diccionario Jurídico Mexicano, Instituto de Investigaciones Jurídicas, 7ª ed., Universidad Nacional Autónoma de México, México, D.F., 2001.

Enciclopedia Jurídica Mexicana, Instituto de Investigaciones Jurídicas, Universidad Nacional Autónoma de México y Porrúa, México, D.F., 2002.

ESCRICHE, Joaquín, *Diccionario Razonado de Legislación Civil, Penal, Comercial y Forense*, Porrúa, México, D.F., 1993.

IBARRA HERNÁNDEZ, Armando, *Diccionario Bancario y Bursátil*, 2ª ed., Porrúa, México, D.F., 2000.

4. LEGISLACIÓN

4.1. NACIONAL

Código Civil Federal, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 26 de mayo, 14 de julio, 3 y 31 de agosto de 1928.

Código de Comercio, publicado en el Diario Oficial de la Federación del 7 al 13 de octubre de 1889.

Código de Mejores Prácticas Corporativas, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

Código Fiscal de la Federación, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 31 de diciembre de 1981, con sus reformas y adiciones.

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, promulgada el 5 de febrero de 1917, con sus reformas y adiciones.

Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 19 de marzo de 2003.

Ley de Competencia Económica, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 24 de diciembre de 1992.

- Ley de Concursos Mercantiles*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 13 de mayo de 2000.
- Ley de Instituciones de Crédito*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 18 de julio de 1990, con sus reformas y adiciones.
- Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 28 de abril de 1995.
- Ley del Impuesto Sobre la Renta*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 1° de enero de 2002, y fe de erratas del 24 de enero de 2002.
- Ley del Mercado de Valores*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 2 de enero de 1975, con sus reformas y adiciones.
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 31 de agosto de 1935, y fe de erratas el 12 de septiembre de 1936, con sus reformas y adiciones.
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 14 de enero de 1985, con sus reformas y adiciones.
- Ley General de Sociedades Mercantiles*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto de 1934, con sus reformas y adiciones.
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 27 de agosto de 1932.
- Ley para Regular las Agrupaciones Financieras*, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 18 de julio de 1990, con sus reformas y adiciones.
- Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores*, publicado en el Boletín Bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., el 22 de octubre de 1999.
- Reglamento Interior de la S.D. Ineval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores*, Autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores mediante oficio No. DGDAC-273 de fecha 22 de diciembre de 1995.
- Reglas Generales Aplicables a las Adquisiciones de Valores que deban ser reveladas y de Ofertas Públicas de Compra de Valores*, de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 25 de abril de 2002.
- Reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior*, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 21 de abril de 1994.
- Reglas para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros*, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 23 de enero de 1991.

4.2. EXTRANJERA

City Code on Takeovers and Mergers, expedido en el año de 1968, con sus reformas y adiciones.

Propuesta Modificada de la Decimotercera Directiva del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a Ofertas Públicas de Adquisición, publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (versión relativa a España) el 24 de enero de 2001.

Securities Exchange Act of 1934, con sus reformas y adiciones.

5. FUENTES DE INTERNET

Página de Internet de Citigroup, Inc., www.citigroup.com

Página de Internet de Derecho de la Unión Europea", www.europa.eu.int/eurltex/es/com

Página de Internet de InvestorWords, www.investorwords.com.

Página de Internet de la Bolsa Mexicana de Valores, www.bmv.gob.mx

Página de Internet de la Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, www.comaradediputados.gob.mx

Página de Internet de la Securities and Exchange Commission, www.sec.gov.

Página de Internet de la Suprema Corte de Justicia de la Nación, www.scjn.gob.mx.

Página de Internet de la Unión Europea, www.europa.eu.int

Página de Internet de la Universidad de Nevada, Las Vegas, William S. Boyd, www.law.unlv.edu

Página de Internet de U.S. General Accepted Accounting Principles, www.cpaclass.com/gaap/gaap-us-01a.htm

Página de Internet del Centro de Documentación e Información del Ministerio de Economía Argentino, www.infoleg.mecon.gov.ar

Página de Internet del Diario Oficial de la Federación, www.dof.org.mx

6. TESIS

DE ANGOITIA NORIEGA, Alfonso, *La Adquisición del Control de las Sociedades Cotizadas en la Bolsa de Valores ("Take Overs")*, Tesis para Obtener el título de Licenciado en Derecho, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Derecho, México, D.F., 1986.

JIMÉNEZ ZORRILLA, Pablo Esteban, *Ofertas Públicas de Adquisición y su Régimen Jurídico*, Tesis para Obtener el título de Licenciado en Derecho, Escuela Libre de Derecho, México, D.F., 2002.

VISOSO LOMELÍN, Juan Pablo, *Adquisición de las Acciones que Confieren el Control Total de una Sociedad Pública*, Tesis para Obtener el título de Licenciado en Derecho, Escuela Libre de Derecho, México, D.F., 2001.

7. OTRAS FUENTES

7.1. CONFERENCIAS

"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, CNBV, México, D.F., 1979.

VILLEGAS, Marcelo, "Major Corporate Events – Public Tender Offers and Changes of Control", Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Buenos Aires, Argentina, Marzo, 2001.

7.2. DISCO COMPACTO

IUS 2002, Jurisprudencia y Tesis Aisladas de junio de 1917 – abril 2002 e Informe de Labores 2001. Poder Judicial de la Federación, suprema Corte de Justicia de la Nación.

THEMIS, Biblioteca Jurídica. Sistema de Consulta Sisthemis Integral, México, D.F., 2002.

7.3. OTROS REGISTROS

Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. Federación de Colegios de Profesionistas, 16ª ed., México, D.F., 2002.