

OPA

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente CNV

El diccionario de la Real Academia Española nos señala que el vocablo OPA proviene del quechua y significa bobo, sordo. En Argentina, Bolivia y Uruguay OPA significa tonto, idiota. Otra definición que nos brinda el diccionario es la de jopa! como “voz para levantar”.

Definitivamente que la OPA a la que nos referiremos en estas breves y apretadas líneas puede tener mucha relación con el verbo levantar ya que la OPA, que son las siglas por las cuales se identifica la **oferta pública de compra o adquisición de acciones**, cada día más conocida en nuestro medio, sin duda, *levanta* pasiones (comerciales y financieras) y tiene, de seguro, muy poco de boba o tonta.

En Panamá la tenencia de acciones se mantiene limitada a pocas personas, ya que no hemos alcanzado la deseada e indispensable democratización del capital. En virtud de lo anterior, a las grandes mayorías el tema de las OPAS les puede parecer de poco interés, salvo por la curiosidad de ver grupos empresariales usualmente conservadores y deseosos de mantener sus operaciones en reserva discutiendo públicamente con pasión por la toma de control de empresas.

No obstante, seguir estos eventos exclusivamente por el morbo y de forma superficial, constituye una actitud equivocada y poco realista. Querámoslo o no las OPAS nos interesan a todos.

Hay -como señala el autor Morles Hernández- muchos intereses en juego. Hay en primer lugar, el interés nacional que se refleja con industrias que pasan a manos de extranjeros, hay un interés de la libre competencia que puede verse afectada por concentraciones económicas no deseadas, hay un interés de la empresa como productora de bienes y servicios y su incidencia en el interés de la economía nacional, hay el interés de los trabajadores, cuyo empleo y cuya seguridad social se pueden ver amenazados, hay el interés del mercado de valores como canal de democratización del capital y finalmente el interés de los accionistas minoritarios a quienes el cambio de control puede afectar.

Con tantos intereses en juego lo mejor es interesarse un poco por la OPA.

La oferta pública de adquisición o compra de acciones no tiene definición legal en la legislación panameña.

Oferta de compra es definida legalmente en el derecho panameño como: “Toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de adquirir valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud a inducir a una persona a hacer una oferta de venta contra el pago de una contraprestación.”

El vocablo *público* no tiene definición legal en la normativa que regula el mercado de valores. En su definición según el diccionario es un adjetivo que significa: “notorio, patente, manifiesto, visto sabido por todos.”

En Panamá, las ofertas públicas de compra de acciones son reguladas por los artículos 94 a 103 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores y por el Acuerdo No.7-2001 dictado por la CNV.

El artículo 94 del Decreto ley señala que: “**Toda persona**, incluyendo al emisor, **que en forma pública haga** en la República de Panamá **una oferta de compra de acciones registradas** de un emisor **por 25% o más del capital emitido y en circulación** de dicho emisor o **por una cantidad de acciones que haga que**, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona **adquiera más del 50%** del capital emitido y en circulación de dicho emisor, **deberá notificar a la Comisión y cumplir** con las disposiciones del presente **Título** y con **los acuerdos que dicte la Comisión** sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dicho documentos y sobre la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.”

La regulación de las OPAS, las cuales surgieron en Inglaterra, usualmente adopta una de dos corrientes.

Existen la **OPA obligatoria** de la cual el modelo inglés es el prototipo y la **OPA facultativa** de la cual el modelo emblemático es el federal norteamericano (Williams Act).

Un ejemplo típico de OPA obligatoria consiste en la norma jurídica española que dispone que: “toda persona...que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos acciones de una sociedad...cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación e Bolsa de valores.....para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de dichos valores...**no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición** en los términos previstos....”

Como se observa al compararlo con el modelo panameño antes citado son dos acercamientos distintos a un mismo tema.

En el primer ejemplo, el del caso panameño, aquella persona, incluyendo el emisor, que **decida por voluntad propia**, ya que ninguna norma jurídica la obliga, hacer la oferta pública de compra por los porcentajes establecidos en el artículo 94 antes citado, **debe notificar a la CNV** y seguir los lineamientos en materia de distribución y contenido de la información que por disposiciones legales y reglamentarias debe divulgar.

En el segundo supuesto, el caso español, inspirado a su vez en el sistema inglés, la mera pretensión de adquirir, independientemente de si es de forma privada o pública, la participación significativa, en los porcentajes que establece la legislación citada, da **lugar a la obligación de promover la OPA**.

Este distinto tratamiento no es casual. Responde a dos concepciones filosóficas distintas de cómo proteger a los accionistas minoritarios de las compañías públicas y a una visión diferente de lo que es el control y que puede o debe hacer con el control quien lo detenta.

La filosofía base de la OPA facultativa es que el control pertenece a su dueño individual y su dueño puede hacer con el control lo que guste. Existen excepciones creadas vía la jurisprudencia norteamericana que atañen a los accionistas que son a la vez directores y dignatarios de la sociedad afectada y quienes tienen unos llamados deberes fiduciarios que incluyen el deber de cuidado y el deber de lealtad.

En el campo de la OPA facultativa se estima que la misma cumple un importante papel de favorecer o facilitar los cambios de control. Lo que se busca como objetivo final es hacer más eficientes las compañías públicas y ello se logra con los reemplazos de administraciones por otras que se espera sean más eficientes. De esta forma ganan los accionistas y toda la economía de un país.

En términos menos teóricos, es evidente que con la OPA facultativa se facilitan los cambios de control si al oferente le cuesta menos dinero adquirir en control de la empresa. Y de seguro le costará menos si solo tiene que comprar el control a quien lo detente y a nadie más.

La otra filosofía que prevalece en la regulación es la de la OPA obligatoria. Bajo esta figura el control es un activo social y hay que compartirlo entre todos los accionistas.

En sistemas como el español, antes indicado, se asegura lo que se entiende como una importante protección inicial y que consiste en que sea obligatorio efectuar la OPA. Dicho en otros términos, quien quiera adquirir el control de una empresa debe ofrecer adquirirlo de todos los accionistas y no solo de aquellos que detentan el control.

No obstante la evidente y sustancial diferencia entre ambos sistemas, los mismos comparten importantes puntos en común.

En efecto, una vez **dentro** de la OPA ya sea que se haya llegado a ella de forma facultativa u obligatoria, lo que todo sistema debe asegurar, y para ello se encomienda la labor a las Comisiones de Valores, es que todo accionista cuente con la debida información para tomar su decisión de vender o no. El accionista individualmente decide.

La protección al accionista dentro de la OPA se encuentra muy bien regulada en el sistema panameño que no tiene nada que envidiar a los sistemas más avanzados. Así por ejemplo, el accionista tiene facultad para revocar su aceptación hasta el último momento; el tiempo mínimo para la aceptación de la oferta es de 30 días, el oferente debe imprimir y distribuir un folleto informativo muy completo que debe responder entre otras a las siguientes interrogantes: ¿quién es el oferente?; ¿cuales son sus planes?; ¿cómo piensa pagar?; ¿con qué piensa pagar? etc.; el sistema contempla la compra por el oferente a prorrata de todos los accionistas en caso de ser necesario, con lo que se elimina problemas a los accionistas; si el oferente mejora la oferta, debe extender la mejora a los accionistas que ya habían aceptado la oferta.

Los anteriores son hechos concretos que aseguran la protección a los todos los accionistas de empresas con acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores **una vez nos encontramos dentro del procedimiento de la OPA.**

¿Cuál sistema es mejor? Realmente depende a quien se le pregunte y de muchos factores muy complejos para trarlos aquí.

La OPA facultativa seguida en Estados Unidos responde a un mercado de valores bien desarrollado y con años de experiencia de todos sus actores, reguladores, inversionistas, tribunales de justicia y público en general. La OPA obligatoria ha tenido mejor difusión en Europa y en países latinoamericanos. Esta última es, sin duda, más fácil de entender, sin embargo, la OPA obligatoria no es la panacea.

En efecto como han afirmado los autores Easterbrook y Jarrell: “el sistema de la OPA obligatoria es una respuesta draconiana a un no-problema, que descansa en una serie de equívocos en cuanto a la realidad de las operaciones de cambio de control y que puede acabar generando perniciosos efectos económicos. Y aunque sea ésta una solución ardorosamente propugnada por los accionistas minoritarios, una visión global del fenómeno, que atienda también a los efectos indirectos que la misma inevitablemente provoca, permite dudar fundamentadamente sobre su capacidad para mejorar en modo alguno la situación de los accionistas en su conjunto.”

En lo personal estamos bajo la fundada impresión de que los regulados panameños están convencidos de que en Panamá seguimos el sistema de OPA obligatoria y no la facultativa. Los dos casos ampliamente conocidos de OPA que se han dado desde mayo de 2000 han sido tratados como tal.

Estamos también convenidos que la aspiración de la gran mayoría de los accionistas (minoritarios) panameños es que la OPA sea obligatoria. Entendiendo por lo anterior y en términos concretos que si alguien pretenden comprar el control de una empresa que tiene sus acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores tenga que ofrecer comprarle obligatoriamente a todos los accionistas y no solo a los que detenten el control.

Lo anterior, sin embargo, no es lo que contempla la legislación actual, la cual en nuestra humilde opinión se encuentra en un estado bastante más avanzado que el resto del sistema y actores que debe regular.

En conclusión, estamos observando con casos divulgados en los medios, un fenómeno muy interesante que se sintetiza así: tenemos empresas valoradas localmente por debajo de su potencial. Personas desde fuera de nuestro sistema lo están viendo. Todos los problemas que nosotros los panameños percibimos que aquejan nuestra economía son completamente ignorados por compradores que están convencidos de que compran un buen producto a muy buen precio. Para nuestro mercado, de concretarse alguna OPA, los compradores están pagando mucho más de lo que localmente se le reconoce al valor afectado. Ambos, comprador y vendedor, creen estar en lo correcto.

Por lo anterior, hay razones concretas para estar optimistas. Un accionista de una empresa con sus acciones registradas en la CNV dispone hoy de mayor información sobre su compañía que nunca antes y la calidad y la cantidad de la información seguirá

mejorando ya que todavía nos falta. La tendencia debe ser irreversible ya que la misma da seguridad a inversionistas locales y extranjeros y promueve el desarrollo del país.

Por razones de espacio resulta imposible tratar el tema tan interesante de la obligatoriedad de dirigir la OPA en caso de sociedad de mera tenencia o holding y lo que se ha dado por llamar el activo subyacente. Baste con señalar aquí que normas expresas en el derecho comprado contemplan esta obligación legal, la cual es cónsona con el sistema de OPA obligatoria. Nuestra legislación no señala nada al respecto. ¿Omisión involuntaria o voluntaria? Con la información que disponemos no sabríamos decirlo.

El tema digno de estudios más profundos y de mayor rigor científico requiere ser analizado detenidamente.

Nota: Las consideraciones personales expuestas por el autor no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores de Panamá ni de los funcionarios que en ella laboran.