



UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA EQUINOCCIAL

DIRECCIÓN GENERAL DE POSGRADOS

MAESTRÍA EN AUDITORÍA Y FINANZAS

TRABAJO DE GRADO

PARA LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE:

MAGÍSTER EN AUDITORÍA Y FINANZAS

**“RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OPA
PARA EL SECTOR EMPRESARIAL ECUATORIANO Y EL MERCADO DE
VALORES”**

AUTORA:

OLGA AMPARO OQUENDO ROSERO

DIRECTOR:

ECO. FRANCISCO VIZCAÍNO

QUITO – DICIEMBRE - 2015

HOJA DE RESPONSABILIDAD

Del contenido de esta tesis de grado es responsable.

OLGA AMPARO OQUENDO ROSERO

C.C. 1716305741

DEDICATORIA

A mis padres, pilares fundamentales en mi vida, ejemplo de amor y enseñanza.

A mis hermanos por apoyarme de forma incondicional en mis decisiones

y por el amor que me han entregado.

A mis gordos, por ser parte importante de mi vida.

A mi novio por su amor y apoyo.

Gracias.

AGRADECIMIENTOS

A Dios por acompañarme en todo momento y darme la luz y fortaleza para seguir.

A mi ángel, mi padre; quien me enseñó fortaleza para enfrentar la vida.

A mi preciosa, mi madre; quien tuvo largas jornadas de desvelo junto a mí y es la razón que me alienta para seguir adelante.

A mis hermanos, por apoyarme incondicionalmente y enseñarme, que siempre a pesar de las adversidades estaremos juntos.

A mi novio, por estar a mi lado y aprender juntos a luchar.

A mi Director de tesis, por su paciencia y enseñanza para culminar con este trabajo.

ÍNDICE DE CONTENIDO

Contenido	Páginas
RESUMEN.....	I
CAPÍTULO I.....	1
INTRODUCCIÓN	1
1. Contextualización del problema.....	1
1.1 Formulación del problema.....	2
1.2 Sistematización del problema	2
1.3 Delimitación del problema	3
1.4 Antecedentes de la investigación.....	3
1.5 Marco teórico.....	4
2. Objetivos	6
2.1 Objetivo general.....	6
2.2 Objetivos específicos	6
3. Hipótesis	6
4. Variables	7
4.1 Variable dependiente	7
4.2 Variable independiente	7
5. Justificación	7
6. Metodología de la investigación	8
6.1 Enfoque.....	8
6.2 Método de investigación.....	8
6.3 Tipo de investigación.....	8
6.4 Tipo de muestra	9
6.5 Técnicas de la investigación	9
6.6 Tratamiento de la información.....	10
7. Plan de trabajo y cronograma de actividades.....	10
8. Índice tentativo del trabajo de grado.....	11
CAPÍTULO II	13
FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y LA SITUACIÓN ACTUAL DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN ESTE MERCADO	13

2.1	Fundamentos teóricos del sistema financiero	13
2.1.1	Sistema financiero	13
2.1.2	Mercado financiero.....	14
2.1.3	Mercado de valores.....	14
2.2	Funcionamiento de la Bolsa de Valores en el Ecuador.....	17
2.2.1	Historia	17
2.2.2	Marco legal.....	20
2.2.3	Objetivo	20
2.2.4	Ventajas que proporciona la Bolsa	20
2.3	Empresas que cotizan acciones en el mercado de valores ecuatoriano.....	21
2.4	Análisis de la aplicación de tomas de control realizados en empresas del Ecuador.	22
2.5	Composición de las empresas emisoras en el Ecuador	31
	CAPÍTULO III.....	43
	LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OPA Y SU APLICACIÓN	43
3.1	Introducción a la OPA	43
3.2	Evolución de las OPAS.....	44
3.2.1	OPA en Inglaterra.....	44
3.2.2	OPA en EE.UU.....	45
3.3	Antecedentes del cambio de la OPA “a priori” a la OPA “a posteriori”	47
3.4	Tipos de OPA.....	48
3.4.1	OPAS hostiles y amistosas	50
3.4.2	OPAS voluntarias y obligatorias	51
3.5	Regulación de la OPA en el Ecuador.....	52
3.6	Análisis comparativo de la legislación de la OPA con los países de Colombia, Chile, Perú y España.....	60
3.6.1	Colombia - Resolución Número 1941 de 2006	60
3.6.2	Chile - Ley 18045	75
3.6.3	Perú - Ley de Mercado de Valores	84
3.6.4	España - Ley 24/1988, de 28 de julio	88
3.6.5	Evaluación de las posibles medidas desde el punto normativo que se pueden adoptar en el país para la correcta aplicación de la OPA, de acuerdo al análisis comparativo	96
3.7	Análisis de Oferta Pública de Adquisición OPA – Toma de control realizados en el Ecuador, los más importantes en el 2014.....	99
3.7.1	OPA UNACEM .S.A.A.	99

3.7.2 TOMA DE CONTROL ARCA CONTINENTAL	125
3.7.3 TOMA DE CONTROL GRUPO PROMERICA.....	126
3.8 Propuesta del Esquema Normativo de la OPA en el Ecuador	127
RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LA APLICACIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN	132
4.1 Introducción	132
4.2 Retos y oportunidades.....	132
CAPÍTULO V	138
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	138
5.1 Conclusiones	138
5.1.1 Generales	138
5.1.2 Específicos.....	139
5.2 Recomendaciones	142
BIBLIOGRAFÍA.....	144

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participes	17
Tabla 2. Negociaciones por emisor de renta variable	22
Tabla 3. Oferta pública primaria y secundaria	24
Tabla 4 Movimientos bursátiles importantes en el 2014.....	30
Tabla 5 Empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el Ecuador por sector.....	31
Tabla 6. Emisores públicos y privados del Ecuador	33
Tabla 7. Comparativo Colombia – Ecuador.....	60
Tabla 8. Comparativo Chile - Ecuador.....	75
Tabla 9. Comparativo Perú - Ecuador	84
Tabla 10. Comparativo España - Ecuador.....	88
Tabla 11. Las operaciones bursátiles a las cuales se harán referencia en este aparatado	99
Tabla 12. Estados financieros anuales, individuales (no consolidados).....	106
Tabla 13. Análisis horizontal y vertical de los estados financieros.....	109
Tabla 14. Análisis horizontal y vertical de los estados de resultados integral	116

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Sistema Financiero.....	13
Gráfico 2. Mercado extrabursátil	15
Gráfico 3. Mercado bursátil	16
Gráfico 4. Número de participes por ubicación geográfica.....	17
Gráfico 5. Evolución del Mercado de Valores en el Ecuador.	19
Gráfico 6. Proceso de Emisión de Acciones	28
Gráfico 7. Transacciones bursátiles a nivel nacional	29
Gráfico 8 Empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el Ecuador	32

Gráfico 9 Emisores inscritos en el Mercado de Valores	32
Gráfico 10. Proyección de consumo de cemento	101
Gráfico 11. Proyección de base al crecimiento promedio mundial.....	102
Gráfico 12. Balances financieros de empresas cementeras, cuadro comparativo	102
Gráfico 13. Capacidad instalada de los competidores.....	103
Gráfico 14. Brecha de capacidad existente	104
Gráfico 15 Estructura de inversiones Gráfico 16 Variación de las inversiones	109
Gráfico 17 Estructura del activo corrientes Gráfico 18 Variación del activo corriente	110
Gráfico 19 Estructura del activo no corrientes Gráfico 20 Variación del activo no corriente	110
Gráfico 21 Estructura de financiamiento Gráfico 22 Variación del financiamiento.....	112
Gráfico 23 Estructura del pasivo corriente Gráfico 24 Variación del pasivo corriente	113
Gráfico 25 Estructura del pasivo no corriente Gráfico 26 Variación del pasivo no corriente.....	113
Gráfico 27 Estructura del patrimonio Gráfico 28 Variación del patrimonio.....	115
Gráfico 29 Evolución de los ingresos y costo de ventas	116
Gráfico 30 Evolución de gastos	117
Gráfico 31 Evolución indicadores de liquidez	118
Gráfico 32 Evolución indicadores de solvencia.....	119
Gráfico 33 Evolución indicadores de gestión.....	120
Gráfico 34 Evolución indicadores de rentabilidad %	121
Gráfico 35 Evolución EBITDA.....	122

RESUMEN

La presente tesis plantea el análisis de los retos y oportunidades de la Oferta Pública de Adquisición OPA para el sector empresarial ecuatoriano y el mercado de valores; mediante la aplicación de este sistema cuyo objetivo principal es la protección a los accionistas minoritarios mediante la distribución equitativa y transparente de la prima de control. La metodología de investigación aplicada es el enfoque cuantitativo – positivismo, que utiliza el método hipotético – deductivo con base al material empírico documentado. El Capítulo I comprende la conceptualización del problema, la determinación de los objetivos y la metodología aplicada. El Capítulo II tiene por objetivo dar una visión general del sistema financiero en el Ecuador, el funcionamiento de la Bolsa de Valores, las empresas que cotizan y la figura de toma de control aplicada en el país. El Capítulo III contiene el marco conceptual general de la OPA como sistema eficaz de la toma de control, desde su concepción hasta los últimos cambios producidos en la legislación española, se realiza el análisis comparativo de la legislación de este sistema con otros países, además de una breve concepción de una propuesta normativa de la OPA en el Ecuador. El Capítulo IV contiene una descripción de los retos y oportunidades que la aplicación de la OPA puede brindar en el Ecuador, para el desarrollo del mercado de valores y de las empresas que participan en este, mediante la aplicación de este sistema que básicamente es nuevo en nuestro país. El Capítulo V incluye las conclusiones y recomendaciones obtenidas del estudio empírico descrito en los capítulos anteriores. Con lo cual se concluye que el reto principal es la apertura de capitales para la inversión mediante esta figura, generando oportunidades para todos los accionistas, así como trabajadores, clientes y proveedores que son el entorno de toda compañía. Es muy importante que la norma jurídica sea completada para una mejor socialización de esta al mercado ecuatoriano.

Palabras claves: OPA, Oferta Pública de Adquisición, Toma de control, Mercado de Valores.

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización del problema

Para referirse a la Oferta Pública de Adquisición (OPA) es importante inicialmente hablar del mercado de valores, que según la Bolsa de Valores de Quito “canaliza los recursos financieros hacía actividades productivas a través de la negociación de valores. Constituye una fuente de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas” (Bolsa de Valores de Quito, 2014).

En el mercado de valores intervienen: Bolsa de Valores, Casas de valores, emisores e inversionistas.

Por tanto el mercado de valores es organizado y transparente, que busca se realicen transacciones de libre oferta y demanda con precios justos, y se dinamice la economía del país, siendo ésta una alternativa de financiamiento para bajar los costos de operación.

Con fecha 12 de marzo del 2014, se aprobó el proyecto de reforma a la LOFOSSB¹, en donde uno de los temas a incluirse fue la Oferta Pública de Adquisición (OPA).

La Oferta Pública de Adquisición:

Es la oferta pública efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones, o ambos, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar su toma de control.

...se entenderá como toma de control a la capacidad de dirigir las actividades de determinada sociedad, ya sea directa e indirectamente, a través de la posesión o representación en el capital de la misma.

Cuando en este Título se haga referencia a acciones como objeto de la oferta pública, se entenderá también a obligaciones convertibles en acciones.

Las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones quedarán sujetas, en relación con esas ofertas, a la vigilancia y

¹ Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil

control de la Superintendencia de Compañías y Valores (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

Cuyo objetivo principal es el tratamiento igualitario de los accionistas minoritarios, en compañías de diversos tamaños, siendo un mecanismo de toma de control de éstas que cotizan en el mercado de valores, brindando protección a sus intereses.

1.1 Formulación del problema

En el Ecuador no ha existido un desarrollo importante en la negociación de acciones y mucho menos de las Ofertas Públicas de Adquisición por lo que es necesario analizar los efectos que su implementación ocasionaría para el desarrollo de este mercado y la protección que deberían tener los accionistas minoritarios de las compañías, salvaguardando sus intereses y patrimonio, frente a la toma de control que imponen los mayoritarios.

1.2 Sistematización del problema

¿Cuál es la situación de las empresas que cotizan acciones en el mercado de valores ecuatoriano?

¿Cuál es la experiencia a nivel regional respecto de la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición?

¿Cuáles son las posibles medidas desde el punto de vista normativo que se pueden adoptar en el país para la correcta aplicación de la Oferta Pública de Adquisición?

¿Qué retos, oportunidades e impacto genera la Oferta Pública de Adquisición en el Ecuador?

1.3 Delimitación del problema

1.3.1 Delimitación espacial:

Esta investigación se realizará sobre la legislación aprobada en el Ecuador de la Oferta Pública de Adquisición OPA, para el sector empresarial con base en compañías socialmente abiertas en el Ecuador y en el Mercado de Valores.

1.3.2 Delimitación temporal:

La investigación se efectuará tomando como base de estudio el año 2014, en el cual se aprobó la introducción de la OPA en el Ecuador.

1.4 Antecedentes de la investigación

En el Ecuador, el 90% son empresas familiares (Christensen, 2014)

La Empresa Familiar organizada se caracteriza fundamentalmente en que:

1. Existen intereses comunes que son el eje a cuyo alrededor se afianza la familia.
2. Se ejerce y acepta de forma general un liderazgo que no se discute.
3. Prima la confianza entre los miembros porque tienen reglas claras que les guían.
4. Se privilegia la comunicación como un elemento consustancial para la supervivencia del negocio y del bienestar familiar.
5. Se busca cohesión de la familia y el compromiso de unión entre sus miembros con el negocio, a través de gozar de sus resultados.
6. Se ejerce un sacrificio personal voluntario por aceptación de un objetivo de mayor envergadura.
7. Se construye entre los miembros una cultura de sacrificio y entrega hacia la búsqueda de un bien común familiar que se sustenta en el negocio.

El futuro de la Empresa Familiar en el país es alentador en la medida que se tomen las medidas de organización y definición de reglas de la sucesión familiar en el momento oportuno. Caso contrario se pasará a engrosar los datos estadísticos que demuestran que la empresa familiar pasa a la segunda generación en un 30%, a la tercera generación en un 15%, y solo un 4% llega a la cuarta generación (Santillán, 2014).

Con lo mencionado, en el Ecuador al tener un porcentaje importante empresas familiares es primordial que se realice un reordenamiento con miras a que estas empresas sobrevivan antes las nuevas generaciones, esto implica que se difunda

las bondades que el Mercado de capitales puede brindar, para que ingresen y puedan fortalecer.

Con fecha 12 de marzo del 2014, se aprobó el proyecto de reforma a la LOFOSSB, en donde uno de los temas a incluirse fue la Oferta Pública de Adquisición (OPA). Cuya finalidad es brindar protección a los accionistas minoritarios, haciendo que el porcentaje que posean en sus compañías pueda negociarse a un precio justo y normado; sin embargo a la fecha de esta investigación los procedimientos no han sido establecidos por el ente de control, por lo que esta tesis pretende ser un aporte con base en experiencia de normativas de otros países y, recomendar reglamentar lo que ha sido aprobado y publicado en ley.

1.5 Marco teórico

1.5.1 Marco teórico de la variable independiente

La Oferta Pública de Adquisición, “es la oferta pública efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones, o ambos, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar su toma de control” (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

...las OPAs encuentran su razón de ser fundamental en los mercados organizados de valores y, en particular, en las bolsas de valores en relación con la adquisición de acciones cotizadas u otros valores que, directa o indirectamente puedan da derecho a su suscripción o adquisición.

Sin embargo, partiendo de esta realidad, el fenómeno de las ofertas públicas de adquisición puede analizarse desde una doble óptica que responde a los dos sistemas distintos que coexisten en el derecho compartido: como un mero procedimiento que permite a una persona adquirir un determinado volumen de acciones o valores al margen de los procedimientos habituales de contratación de las bolsas de valores, en la medida que que estos procedimientos pueden resultar eficientes en sociedades con un accionario disperso o , por el contrario, como un procedimiento establecido en beneficio de los pequeños accionistas de forma que se garantice que la prima asociada a los grandes paquetes accionariales (la denominada “prima de control”) se reparte de forma equitativa entre todos ellos. (Vives Ruiz, 2006)

La legislación ecuatoriana contiene la oferta pública obligatoria de adquisición de acciones, en la cual se logra una participación significativa para la toma de decisiones en la administración de una compañía.

Según lo que menciona Vives, “para que el mecanismo de protección a los accionistas minoritarios sea efectivo, se debe aplicar el sistema de OPA obligatorio, con el objetivo que cualquier operación de adquisición sea significativa en su participación se haga a través de esta figura” (Vives Ruiz, 2006).

1.5.2 Marco teórico de la variable dependiente

El mercado de valores es organizado y transparente, busca que se realicen transacciones de libre oferta y demanda con precios justos y se dinamice la economía del país, siendo esta una alternativa de financiamiento para bajar los costos de operación. Por lo que con fecha 12 de marzo del 2014, se aprobó el proyecto de reforma a la LOFOSSB, en donde uno de los temas a incluirse fue la Oferta Pública de Adquisición (OPA).

La finalidad del sistema de OPAs consiste en asegurar el principio de igualdad de trato del accionista en una doble vertiente:

- a) En la vertiente económica, el objetivo perseguido es la maximización y el reparto entre todos los accionistas de la llamada prima de control o sobreprecio respecto de la cotización bursátil que está dispuesto a pagar el que adquiere unas acciones si, gracias a dicha adquisición, adquiere también el control de la compañía.
- b) En la vertiente política o administrativa, el fin que se busca es ofrecer una salida privilegiada al accionista minoritario que no se sienta cómodo o satisfecho con el nuevo grupo de control que accede a la sociedad.

Al obligarse al que quiere adquirir el control a realizar una oferta de compra dirigida a todos los accionistas de la sociedad que se pretende controlar se evita que el adquirente negocie con algunos accionistas significativos y abone a estos un precio más elevado a cambio de que le cedan el control de la sociedad, precio que no recibirán los accionistas dispersos simplemente

porque el adquirente no estará interesado en sus acciones si, con las que ya ha comprado tiene el control de la compañía (Diez Estella, 2013).

2. Objetivos

2.1 Objetivo general

Determinar los retos y oportunidades que la Oferta Pública de Adquisición OPA genera para el sector empresarial ecuatoriano y el mercado de valores.

2.2 Objetivos específicos

Analizar el funcionamiento del mercado de valores ecuatoriano y la situación actual de las empresas que cotizan acciones en este mercado.

Analizar la normativa a nivel regional de la aplicación de la de la Oferta Pública de Adquisición.

Evaluar las posibles medidas desde el punto de vista normativo que se pueden adoptar en el país para la correcta aplicación de la Oferta Pública de Adquisición.

Determinar los retos, oportunidades que podría generar la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición en el Ecuador.

3. Hipótesis

La aplicación de la Oferta Pública de Adquisición OPA genera retos y oportunidades de crecimiento para el sector empresarial ecuatoriano y el mercado de valores, proporcionando una mejor posición económica y financiera, así como cumplir con el objetivo de dar protección a los accionistas minoritarios.

4. Variables

4.1 Variable dependiente

Oferta Pública de Adquisición OPA

4.2 Variable independiente

Retos y oportunidades para el sector empresarial ecuatoriano y el mercado de valores.

5. Justificación

La Oferta Pública de Adquisición, al ser estudiada hace tiempo atrás por la legislación ecuatoriana y aprobada recientemente, no tiene mucha información en el Ecuador; y no ha existido un desarrollo importante que demuestre las oportunidades que esta figura pueda dar al mercado empresarial.

Este análisis empírico se basa en la normativa de la Ley de Mercado de Valores reformada en marzo del 2014, en donde se adicionó otra forma de negociación en el mercado de valores del Ecuador, con el propósito de identificar los retos y oportunidades que se pueden presentar al negociar mediante esta figura legal actual y su impacto dentro de la composición accionaria de las compañías.

Las ventajas que pretende esta investigación, es generar criterios bases que permitan tener una visión global sobre los procesos y resultados que se pueden obtener; y recomendar las posibles medidas que se pueden adoptar para que la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición en el Ecuador sea beneficiosa para el sector empresarial.

Por tanto considero que el presente estudio será un aporte importante a considerarse para complementar los procedimientos establecidos en la legislación actual y a ser considerada por las compañías evaluando los posibles beneficios de su aplicación.

6. Metodología de la investigación

6.1 Enfoque

La investigación se aplicará el enfoque Cuantitativo – positivismo, ya que la construcción de la base de datos que serán recopilados requieren de cuidado, con el objetivo de analizar e identificar el origen de la OPA, su evolución y aplicación, para probar la hipótesis enunciada y determinar su validez y confiabilidad.

El enfoque cuantitativo se desarrolla mediante un proceso sistemático, formal y objetivo, que se vale de los datos numéricos para obtener toda la información del mundo, utiliza método hipotético-deductivo, que se refiere al origen hipotético con base al material empírico recolectado a través de procedimientos de observación y experimentación, los cuales, permiten deducir planteamientos particulares (López L. , 2013).

6.2 Método de investigación

El camino que se aplicará para la investigación es método inductivo, con el objetivo de obtener conclusiones que partirán de hechos particulares como las legislaciones de otros países y su aplicabilidad para aceptarlos como válidos; este método “Parte de fenómenos particulares para llegar a generalizaciones. Esto se refiere a pasar de los resultados obtenidos de la observación y experimentación con elementos particulares a la formulación de hipótesis, principios y leyes de tipo general” (Hincapié Guitiérrez, 2014).

6.3 Tipo de investigación

De acuerdo a la hipótesis investigada se aplicarán diferentes tipos de investigación, tales como:

- ✓ **Investigación básica.** También recibe el nombre de investigación pura, teórica o dogmática. Se caracteriza porque parte de un marco teórico y permanece en él; la finalidad radica en formular nuevas teorías o modificar las existentes, en incrementar los conocimientos científicos o filosóficos, pero sin contrastarlos con ningún aspecto práctico (Vera, s.f.).

- ✓ **Investigación aplicada.** Este tipo de investigación también recibe el nombre de práctica o empírica. Se caracteriza porque busca la aplicación o utilización de los conocimientos que se adquieren. La investigación aplicada se encuentra estrechamente vinculada con la investigación básica, pues depende de los resultados y avances de esta última; esto queda aclarado si nos percatamos de que toda investigación aplicada requiere de un marco teórico (Vera, s.f.).
- ✓ **Investigación exploratoria.** cuando el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado o que no ha sido abordado antes. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 1997).

6.4 Tipo de muestra

Para esta investigación se utilizará el muestreo no probabilístico, en donde seleccionaré la muestra, a mi criterio representativo con base en las empresas que cotizan acciones en el mercado de valores.

En las muestras no probabilísticas, la elección de los elementos no depende de la probabilidad, sino de causas relacionadas con las características del investigador o del que hace la muestra. Aquí el procedimiento no es mecánico, ni en base a fórmulas de probabilidad, sino que depende del proceso de toma de decisiones de una persona o grupo de personas, y desde luego, las muestras seleccionadas por decisiones subjetivas tienden a estar sesgadas. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 1997)

6.4.1 Población

Empresas inscritas en el Mercado de Valores.

6.4.2 Muestra

Empresas que cotizan acciones en el Mercado de Valores.

6.5 Técnicas de la investigación

Al ser una investigación empírica, la técnica que se aplicará es de la investigación documental, que se refiere a que me apoyaré en la recopilación de información a través de documentos formales e informales, de diferentes autores y de legislaciones de países en donde se encuentra en aplicación la OPA.

Las fuentes documentales serán: Bibliográficas impresas de referencia y de estudio; magnéticas como equipos de cómputo y cd ron.

6.5.1 Recolección de información

La recolección de la información debe realizarse utilizando un proceso planeado paso a paso, para que de forma coherente se puedan obtener resultados que contribuyan favorablemente al logro de los objetivos propuestos (Gallardo de Parada & Moreno Garzón, 1998)

6.6 Tratamiento de la información

Lo datos obtenidos en el desarrollo de la investigación serán compilados en una base datos para ser procesados a través de las herramientas informáticas como Word y Excel.

7. Plan de trabajo y cronograma de actividades

En el plan de trabajo están considerados los objetivos y tiempo que se aplicarán para el desarrollo de la tesis a partir de la aprobación del plan de tesis, que presento a continuación:

DESCRIPCIÓN		DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL														
		Semana																		
		1	2	3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	Presentación del tema de Tesis																			
1.1	Hipótesis, formulación del problema, sistematización del problema																			
1.2	Antecedentes investigativos, marco teórico																			
1.3	Metodología de la investigación, esquema tentativo																			
2	Presentación del plan de Tesis																			
2.1	Elaboración de propuesta del plan de tesis																			
2.2	Revisión de la propuesta del plan de tesis																			
2.3	Presentación y aprobación del plan de tesis																			
3	Presentación del plan de Tesis																			
3.1	Investigación para la elaboración de la tesis CAPITULO I																			
3.2	Revisión de la literatura CAPITULO II																			
3.3	Análisis de la sustitución actual CAPITULO II																			
3.4	Elaboración de la propuesta CAPITULO III																			
3.5	Análisis de los resultados CAPITULO III																			
3.6	Comprobación de la Hipótesis CAPITULO IV																			
3.7	Elaboración de conclusiones y recomendaciones CAPITULO V																			
4	Presentación de la tesis de Grado																			

8. Índice tentativo del trabajo de grado

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN

- 1.1. Contextualización del problema
 - 1.1.1. Formulación del problema
 - 1.1.2. Sistematización del problema
 - 1.1.3. Delimitación del problema
 - 1.1.4. Antecedentes de la investigación
 - 1.1.5. Marco teórico
- 1.2. Objetivos
 - 1.2.1. Objetivo general
 - 1.2.2. Objetivos específicos
- 1.3. Hipótesis
- 1.4. Justificación
- 1.5. Metodología de la investigación

CAPÍTULO II

SITUACIÓN ACTUAL DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN ACCIONES EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

- 2.1 Reseña histórica del Mercado de Valores Ecuatoriano
- 2.2 Funcionamiento de la Bolsa de Valores en el Ecuador
- 2.3 Empresas que cotizan acciones en el mercado de valores ecuatoriano,
- 2.4 Análisis de la aplicación de toma de controles realizados en empresas del Ecuador.
- 2.5 Composición accionaria de las empresas socialmente abiertas en el Ecuador

CAPÍTULO III

LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OPA Y LA EXPERIENCIA A NIVEL INTERNACIONAL DE SU APLICACIÓN

- 3.1 Introducción a la OPA
- 3.2 Evolución de las OPAS
- 3.3 Análisis comparativo de la legislación de la OPA en los países de España, Perú, Colombia y Chile.
- 3.4 Tipos de OPA.
- 3.5 Procedimiento de las OPA.
- 3.6 Regulación de la OPA en el Ecuador.
- 3.7 Evaluación de las posibles medidas desde el punto normativo que se pueden adoptar en el país para la correcta aplicación de la OPA.

CAPÍTULO IV

PROPUESTA NORMATIVA DE LA OPA EN EL ECUADOR

- 4.1 Comprobación de la hipótesis

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- 5.1 Conclusiones
- 5.2 Recomendaciones

CAPÍTULO II

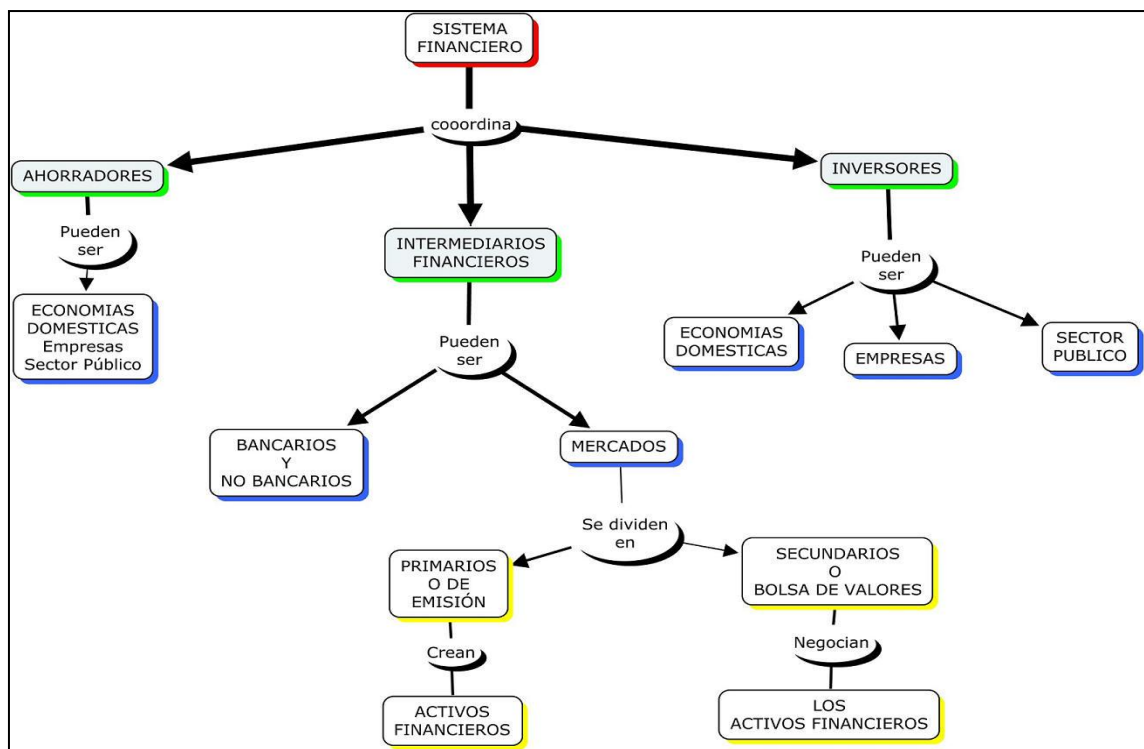
FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y LA SITUACIÓN ACTUAL DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN ESTE MERCADO

2.1 Fundamentos teóricos del sistema financiero

2.1.1 Sistema financiero

El sistema financiero es el conjunto de sectores económicos como personas naturales, empresas privadas y empresas públicas, que pueden participar como ahorradores y/o inversores, con el objetivo principal de facilitar y canalizar el ahorro en actividades productivas; condicionadas por el grado de desarrollo y su estructura.

Gráfico 1. Sistema Financiero



Fuente: Enciclopedia financiera,
<http://www.encyclopediainanciera.com/sistemapinanciero.htm>

Las instituciones que forman parte del sistema financiero y cumplen con el objetivo, son llamadas intermediarios financieros o mercados financieros.

2.1.2 Mercado financiero

El mercado financiero es un mecanismo por el cual se intercambian activos financieros y están afectados por la oferta y la demanda; constituyen la base del sistema financiero. Estos pueden ser lugares físicos o virtuales.

Las funciones del mercado financiero son:

- ✓ La **localización óptima de los recursos**, los mercados deben colocar los recursos financieros disponibles en aquellos destinos que sean los más eficientes. Para ello deben facilitar y establecer los cauces necesarios para que los agentes que intervienen en el mercado se pongan en contacto.
- ✓ Fijan adecuadamente el **precio de los activos** financieros. Esta función está muy relacionada con la anterior, pues para conseguir esa localización óptima, implica que los mercados fijen correctamente los precios de los activos con los que operan, tomando en cuenta el riesgo y la liquidez de los mismos, para que la elección por parte de los agentes sea adecuada.
- ✓ **Proporcionan liquidez** adecuada a los activos previamente emitidos.
- ✓ **Disciplinan los comportamientos de los agentes** sometiéndolos a procedimientos y exigencias concretas.
- ✓ Articulan **procedimientos de arbitraje** que posibilitan la unificación e **Igualación de los precios** de los activos, cuando están enfrentados a desviaciones coyunturales en los mismos
- ✓ **Reducen los plazos** y los costes de intermediación al ser el cauce adecuado para el rápido contacto entre los agentes que participan en los mercados (ENCICLOPEDIA FINANCIERA, s.f.).

2.1.3 Mercado de valores

El mercado de valores es una parte del mercado financiero, siendo es una fuente importante para canalizar dinero (excedente de ahorro), como herramienta para el sector productivo, que permite la negociación de recursos para ser invertidos. Por lo cual mencionaré una breve reseña histórica de su origen y los tipos de mercado para conceptualizar sus características básicas.

En realidad es difícil definir un origen específico para los mercados de valores puesto que desde que existe el comercio en la civilización humana han existido

sitios donde se realizaban prácticas similares a las que se efectúan en las modernas bolsas de valores como la de Nueva York, la más famosa del mundo y otras similares.

No obstante, se puede decir que el origen del mercado de valores como institución se da a fines del siglo XV en las ferias medievales que tenían lugar en el oeste de Europa. En estas ferias comenzó la práctica de las transacciones de títulos y valores de carácter mobiliario (Canessa C., 2011).

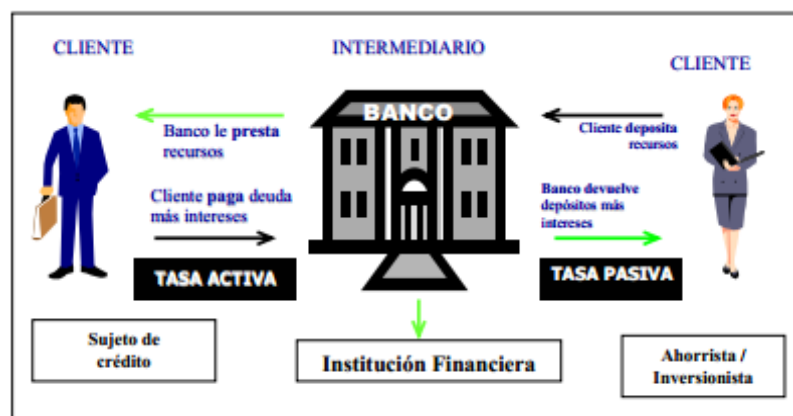
A partir de ese entonces, a estos mercados de valores se los ha llamado “Bolsa”, siendo creadas con el paso del tiempo y la necesidad de crecimiento económico para los países de estas instituciones.

La Bolsa de Amberes fue constituida en 1460, siendo la primera institución de carácter bursátil; en 1570 y 1595 se fundaron la Bolsa de Londres y la Bolsa de Lyon en Francia respectivamente; 1792 se fundó la Bolsa de Nueva York, la más notable del mundo y en 1794 la de París.

El mercado de valores comprende aquel espacio económico donde se reúnen oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas) de valores. Cumple la función de captar recursos financieros a través de la compra y venta de instrumentos financieros, con el objetivo de financiar capital de trabajo de manera directa y a costos reducidos. (Campoverde, 2012)

El mercado de valores canaliza sus actividades a través de los segmentos bursátil y extrabursátil; y su operación se realiza de la siguiente manera:

Gráfico 2. Mercado extrabursátil

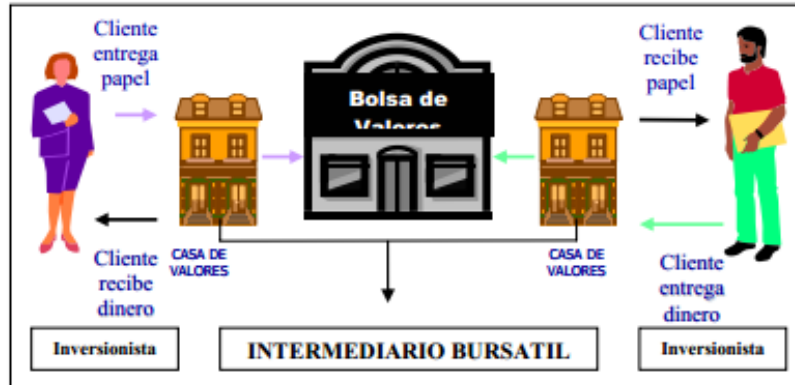


Fuente: (INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES, 2006)

Corresponde al mercado primario o indirecto, en donde participan la institución financiera y el cliente o inversor.

También supone la ampliación de capital social a través de la venta directa de sus acciones, sin intermediarios.

Gráfico 3. Mercado bursátil



Fuente: (INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES, 2006)

Corresponde al mercado secundario o directo, a través del mercado de valores.

Entonces este mercado está compuesto por oferentes, demandantes y valores que son inscritos y negociados en el Catastro Público del Mercado de Valores.

También supone la reventa de acciones emitidas y negociadas en el mercado primario, aquí no existe el aumento de capital.

2.1.3.1 Participes del Mercado de valores

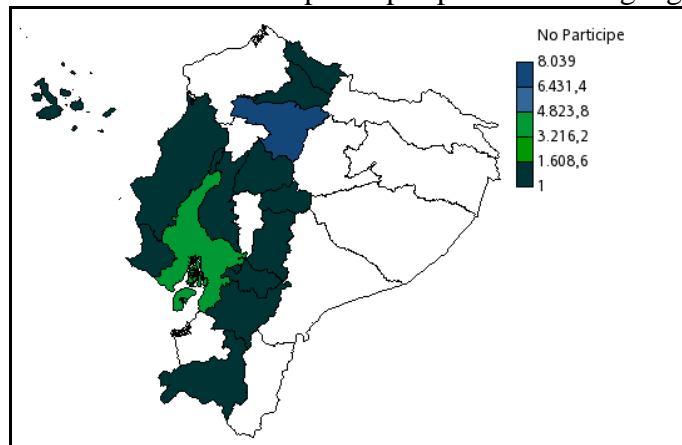
Dentro del Mercado de Valores en el Ecuador, de acuerdo a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros encontramos los siguientes partícipes:

Tabla 1. Participes

Participes	No Participe
Emisor	617
Bolsa de Valores	3
Decevale	2
Casa de Valores	90
Operador	616
Calificadora de Riesgo	9
Administradora de Fondos y Fideicomisos	40
Fondo de Inversión	108
Negocio Fiduciario	11.087
Auditor Externos	82
Originador	32
Total	12.686

Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores, 2015

Gráfico 4. Número de participes por ubicación geográfica



Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores, 2015

2.2 Funcionamiento de la Bolsa de Valores en el Ecuador

2.2.1 Historia

Como se mencionó en los párrafos anteriores, a los mercados de valores fueron denominados Bolsa de Valores, siendo adoptado también en nuestro país.

El establecimiento de las Bolsas de Valores en el Ecuador, no solamente que constituyó un proyecto largamente esperado, sino que también respondió a la evolución y naturaleza de los procesos económicos y comerciales que se vienen dando en nuestro país a través del tiempo. El punto fundamental fue la necesidad de proveer a los comerciantes, de un medio idóneo y moderno para distribuir la riqueza, promover el ahorro interno e impulsar su canalización hacia las actividades productivas.

En ese proceso, a continuación se detallan los hechos y fechas más relevantes que conforman la historia jurídica del sistema bursátil nacional:

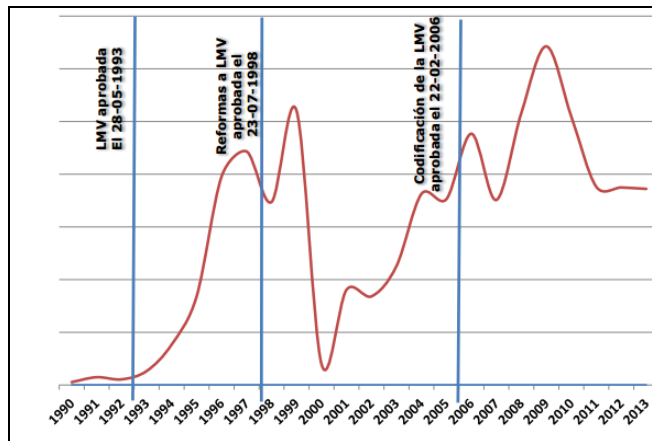
- ✓ **Noviembre 4 de 1831:** Se autoriza poner en vigencia en el Ecuador el Código de Comercio de España de 1829.
- ✓ **Mayo 1 de 1882:** Entra en vigencia el primer Código de Comercio Ecuatoriano, que se refiere ya a las bolsas de Comercio.
- ✓ **Junio 26 de 1884:** Se crea la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil.
- ✓ **Septiembre 26 de 1906:** Se expide el Código de Comercio de Alfaro.
- ✓ **Mayo de 1935:** Se crea en la Ciudad de Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. A.
- ✓ **Mayo 19 de 1953:** En el Art. 15 del Decreto Ley de Emergencia No.09 se establece la Comisión de Valores.
- ✓ **Julio 4 de 1955:** En el Decreto Ejecutivo No. 34 se crea la Comisión Nacional de Valores.
- ✓ **Enero 27 de 1964:** Se expide la Ley de Compañías.
- ✓ **Agosto 11 de 1964:** Se expide la Ley de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional sustituyendo a la Comisión Nacional de Valores.
- ✓ **Marzo 26 de 1969:** Se expide la Ley No.111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C.A.
- ✓ **Mayo 30 de 1969:** Se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil.
- ✓ **Agosto 25 de 1969:** Se otorga Escritura de Constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.
- ✓ **Septiembre 2 de 1969:** Se otorga Escritura Pública de Constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil C. A.
- ✓ **Mayo 28 de 1993:** Se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas.
- ✓ **Mayo 31 de 1994:** Se realiza la transformación jurídica de la Bolsa de Valores de Quito C.A. a la Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito (Bolsa de Valores de Quito, s.f.).

- ✓ En 1993, luego de una serie de intentos, se aprobó finalmente la primera Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial del 28 de mayo de dicho año. En ella se crea un marco regulatorio más específico y amplio. Se crea el Consejo Nacional de Valores como ente regulador del mercado, y a la Superintendencia de Compañías como regulador y controlador.

Adicionalmente, se transforma a los agentes de bolsa en compañías anónimas, denominadas Casas de Valores. Asimismo, el marco regulatorio permite la creación de distintos participantes activos y pasivos del mercado. Adicionalmente se establecieron ciertos incentivos tributarios a fin de darle impulso al desarrollo del hasta ese entonces incipiente mercado. A las Bolsas de Valores se les asigna facultades autor regulatorias.

- ✓ Para 1998, en comunión de esfuerzos con la Superintendencia de Compañías y otros representantes del sector privado vinculados al mercado de valores, se expidió una nueva Ley de Mercado de Valores, atendiendo la necesidad de introducir ciertos aspectos originados por el desarrollo vertiginoso de la actividad.
- ✓ Los años 1998 y 1999 fueron de grandes dificultades para la economía ecuatoriana con el embate del Fenómeno de El Niño y crisis políticas y financieras, que generaron un clima de inestabilidad e incertidumbre, contribuyó a la quiebra del 75% de los bancos y empresas y derivó en una mayor incidencia del Estado en la economía, de los títulos públicos, de corto plazo y predominio de renta fija sobre las acciones.
- ✓ Finalmente, en enero del 2.000, el Gobierno Ecuatoriano anunció la adopción del esquema de dolarización, que eliminó la incertidumbre cambiaria (BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL, s.f.).

Gráfico 5. Evolución del Mercado de Valores en el Ecuador.



Fuente: Superintendencia de Compañías, Econ. Francisco Vizcaíno.

El Mercado de Valores en el Ecuador ha tenido una clara evolución, lo que permite que cada vez se tengan perspectivas de desarrollo y crecimiento, mediante un profundo cambio de cultura organizativa interna. El análisis y planteamiento de nuevas estrategias de negocios permitirá una diversificación de inversión para que las empresas puedan cotizar en bolsa.

2.2.2 Marco legal

El Ecuador en materia de mercado de valores se encuentra regida por:

- Constitución de la República del Ecuador, publicada en el Registro Oficial 449 del 20 de octubre del 2008, con su última fecha de modificación el 30 de enero del 2012.
- Código Orgánico Monetario y Financieros, libro II Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial Suplemento 215 del 22 de febrero del 2006, con su última fecha de modificación el 12 de septiembre del 2014.
- Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicado en el Registro Oficial Suplemento 1 de 8 de marzo de 2007, con su última fecha de modificación el 28 de abril del 2015.

2.2.3 Objetivo

En el Ecuador, son corporaciones civiles sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, sujetas a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. Tiene por objeto brindar a sus miembros, las Casas de Valores, los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo (Bolsa de Valores de Quito, s.f.).

2.2.4 Ventajas que proporciona la Bolsa

Las ventajas que los inscritos en la Bolsa de Valores tienen son los siguientes:

- Un menor costo de financiamiento.
- Un precio justo de compra y de venta
- Liquidez permanente.
- Las condiciones de transparencia y la constante información en las negociaciones genera confianza.
- Información en línea de todas las transacciones que se realizan en los diferentes mecanismos de negociación.
- Diversificación del riesgo mediante las distintas alternativas de inversión y de financiamiento.
- Toma de decisiones adecuadas basadas en información veraz y oportuna. (Bolsa de Valores de Quito, s.f.)

Como se menciona en los puntos anteriores, el ser parte del mercado de valores a través de la Bolsa de Valores, sea ésta de Quito o Guayaquil, con las cuales contamos en el Ecuador; tiene ventajas importantes en donde las principales a mi criterio son: fijar un precio justo para la negociación del instrumento financiero que los inversionistas deseen participar; y poner las condiciones con relación a los plazos y montos a pagar de acuerdo a la capacidad operativa y financiera para el financiamiento que se requiera. Además por el hecho de cumplir con la normativa vigente, sus operaciones de negocios y financieras son abiertas a terceros, es decir es pública, lo que transparenta la información obteniendo de alguna manera publicidad sin costo.

2.3 Empresas que cotizan acciones en el mercado de valores ecuatoriano

En el Ecuador existen empresas públicas y privadas que están inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores; que son llamados emisores. Como se puede observar en el punto 2.5.

Los emisores son quienes ofertan valores en el mercado, con el objetivo de obtener dinero (excedente de ahorro), para capital de trabajo para sus operaciones o como fuente de financiamiento para mejorar su posición económica. Estos pueden ofrecer las emisiones de renta fija o renta variable.

Los emisores que cotizaron acciones en el Ecuador, en el período del 1 de enero al 31 de diciembre del 2014, fueron:

Tabla 2. Negociaciones por emisor de renta variable

Negociaciones Por Emisor (A Nivel Nacional)						
Montos Negociados por Emisor (ene - dic - 14)						
EMISOR	TIPO VALOR	VALOR EFECTIVO (\$)	TRANSACCIONES	NÚMERO VALORES NEGATIVOS	PRECIO PROMEDIO (\$)	VALOR EFECTIVO PROMEDIO DIARIO
ALICOSTA BK HOLDING A	ABK	323,020	11	26,476	12,0	1,287
ALIMENTOS ECUATORANOS ALIMEC S.A.	ALI	12,222	1	1,358	9	49
CERRO VERDE FORESTAL A BIGFOREST	BIG	91,813	9	3,000	31	366
BANCO BOLIVARIANO C.A.	BLV	2,986,496	30	2,951,517	1	11,898
CERRO ALTO HIGHFOREST S.A.	CAL	22,950	4	1,700	14	91
COFIEC BANCO	CFC	683	2	159,295	-	3
CIALCO CONSTRUCTURA IMPORTADORA ALVAREZ	CIL	10,800	1	6,000	2	43
LA FARGE CEMENTOS S.A.	CLF	518,803,603	20	42,455,641	12	2,066,947
LA CUMBRE FORESTAL PEAKFOREST S.A.	CMB	416,846	10	30,966	13	1,661
CAMIONOSCA S.A.	CMC	8,517,453	4	1,216,779	7	33,934
CONCLINA C.A. CÍA. CONJU CLINICO NACIONAL	CNA	117,000	6	20	5,850	466
CONCLINA C.A. CÍA. CONJU CLINICO NACIONAL	CNA	55,308	18	29,775	2	220
CONCLINA C.A. CÍA. CONJU CLINICO NACIONAL	CNA	260,988	3	138,817	2	1,040
CERVECERÍA NACIONAL CN S.A.	CNC	1,839,011	32	34,762	49	7,327
CEPSA	CPS	18,125	5	18,125	1	72
CRIDESA	CRE	745,241	17	146,648	5	2,969
CORP. DESARROLLO M.S.HIPOTECAS CTH	CTH	1,902	1	1,640	1	8
DOLMEN S.A.	DOL	500,061	1	5,377	93	1,992
LA ESTANCIA FORESTAL FORESTEAD S.A.	EFL	31,225	6	1,700	19	124
CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	ERC	4,253,469	6	4,253,469	1	16,946
EL TECAL	ETC	80,893	8	2,345	34	322
ENERGY PALMA ENERGYPALMA S.A.	EYP	6,699,900	1	29,130	230	26,693
FONDO PAÍS ECUADOR	FPE	6,300	1	6	1	25
BANCO DE GUAYAQUIL S.A.	GYQ	2,193,719	322	3,037,778	1	8,740
HOTEL COLON	HCI	69,620	9	108,950	1	277
FIDEICOMISO HOTEL CIUDAD DEL RIO	HCR	273,078	59	76	3,566	1,088
HOMEFOREST EL REFUGIO FORESTAL S.A.	HFT	106,225	5	4,309	25	423
LA COLINA FORESTAL (HILLFOREST) S.A.	HIL	21,100	3	1,350	16	84
HOLCIM ECUADOR S.A.	HLE	11,442,859	208	156,004	71	45,589
INDUSTRIAS ALES	INA	1,395,983	24	1,187,359	1	5,562
INVERSANCALOS	ISC	20,312,940	55	15,260,061	1	80,928
MUTUALISTA PICHINCHA	MBG	448,013	2	110,348	4	1,785
MUTUALISTA PICHINCHA	MPC	3,268,700	2368	32,687	100	13,023
MERIZA	MRZ	105,729	5	2,711	39	421
OMNI HOSPITAL FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN	OMN	4,135,850	63	691	5,890	16,477
PATHFOREST S.A. EL SENDERO FORESTAL	PAT	33,075	6	1,650	20	132
PICHINCHA BANCO	PCH	4,365,745	98	5,844,792	1	17,393
BANCO DE PRODUCCION S.A. PRODUBANCO	PRD	147,058,540	44	125,397,761	1	585,891
RIO CARGO FORESTAL	RCG	85,564	6	2,296	37	341
LA RESERVA FORESTAL S.A. (REFOREST)	REF	134,375	8	4,250	32	535
RETRATOREC S.A.	RTT	375,018	11	97,190	4	1,494
LA SABANA FORESTAL (PLAINFOREST) S.A.	SBN	24,425	4	1,650	15	97
SAN CARLOS SOC. AGR. IND.	SCD	45,803,828	149	32,940,196	1	182,485
SOLIDARIO BANCO	SLD	8,988	1	8,988	1	36
CORPORACIÓN FA VIRITA C.A.	SLU	50,647,369	2506	12,074,642	4	201,782
SUPERDEPORTE S.A.	SPD	1,327,032	7	241,298	5	5,287
SURPAPEL CORP S.A.	SPP	15,119,546	14	3,618,419	4	60,237
LA CAMPINA FORESTAL STRONGFOREST S.A.	STS	160,820	5	5,848	28	641
HOLDING TONICORP S.A.	TON	344,247,537	195	62,023,344	6	1,371,504
LA VANGUARDIA FORESTAL	VGD	4,049,113	371	1,928,149	2	16,132
FIDEICOMISO GM HOTEL	VGM	147,409	28	41	3,500	587
TOTAL		1,203,157,509	6,773	315,607,384	408	4,793,454

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2014)

2.4 Análisis de la aplicación de tomas de control realizados en empresas del Ecuador.

Las tomas de control a nivel internacional aparecieron en el mercado británico, siendo desarrolladas en el mercado norteamericano. Sus fundamentos serán analizados en el capítulo siguiente en donde se destacará sus orígenes, como toma de control.

Para analizar la aplicación de la toma de control aplicadas por empresas del Ecuador, es importante conocer su conceptualización y ordenamiento jurídico; debido a

que este sirvió de base para poder instrumentar en el Ecuador la oferta pública de acciones.

La Ley de Mercado de Valores, Ley No. 107 publicada en el Registro Oficial Suplemento 199, el 28 de mayo de 1993, dice en su Artículo 36:

Toma de Control.- Las personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente deseen tomar el control de una sociedad, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, sujeta al control de la Superintendencia de Compañías o de Bancos, sea mediante una o varias adquisiciones que individualmente o en conjunto impliquen la toma de control de una sociedad, deberán informar a la sociedad, al público y a cada una de las bolsas de la transacción que pretende efectuar, con una anticipación de por lo menos siete días hábiles a la fecha en que se efectuará la negociación. El C.N.V. normará el contenido y forma de la información que deberá proporcionar. Este aviso tendrá una vigencia de treinta días. En dicha información se indicará, al menos, el precio, plazo, término, forma de pago y demás condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera que sea la forma de adquisición de las acciones incluidas las que pudieran realizar por suscripción directa (Congreso Nacional, 1993).

Siendo este Artículo derogado por Ley No. 0, publicada en Registro Oficial Suplemento 249 de 20 de Mayo del 2014.

Sin embargo podemos entender a la **Toma de control**, también conocida como takeover, que es la transferencia de propiedad de una empresa a otra.

Acción: Valor que representa la propiedad sobre una de las partes iguales en las que se divide el capital social de una sociedad anónima, de las sociedades en comandita por acciones y las sociedades de economía mixta. Confieren a su propietario la calidad de accionista y, de acuerdo con la legislación ecuatoriana, deben ser nominativas y registradas en un libro de acciones y accionistas. Las acciones pueden ser de dos tipos: ordinarias y preferidas.

Acción ordinaria: Acciones emitidas sin ningún privilegio especial que otorgan iguales derechos a sus tenedores. Confieren todos los derechos fundamentales que en la ley se reconoce a los accionistas. Solo tendrán derecho a dividendos después de que se haya cubierto a las acciones preferidas.

Acciones preferidas: Aquellas que otorgan a su titular preferencias o ventajas en la distribución y pago de utilidades y en el reembolso de capital, en caso de liquidación; y, que no confieren derecho a voto.

Desmaterialización de valores: Consiste en sustituir valores físicos por "Anotaciones Electrónicas en Cuenta". Estas anotaciones electrónicas en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones,

condiciones y otras disposiciones que contienen los valores físicos (Consejo Nacional de Valores, 2015).

Para realizar tomas de control, el público en general debe realizar el proceso mediante oferta pública, con el objeto de negociar en el mercado sus acciones.

De acuerdo con el Código Orgánico Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores, en el Libro II, Título IV, Capítulo 1, Artículos del 11 al 17, estipulan:

Oferta pública de valores es la propuesta dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, de acuerdo a las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V., con el propósito de negociar valores en el mercado. Tal oferta puede ser primaria o secundaria (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

Tabla 3. Oferta pública primaria y secundaria

Oferta pública primaria	Oferta pública secundaria
Negocian en el mercado valores emitidos	
Por primera vez	Emitidos y colocados previamente.
Aprobados por la Superintendencia de Compañías y Valores	
Los valores a ser negociados deben ser desmaterializados. Únicamente valores del Sector Público pueden ser físicos previa autorización de la Junta de Regulación Monetaria y Financiera	

Fuente: (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014)

Elaborado: La Autora.

Para realizar una oferta pública de valores, se debe completar antes con lo siguiente:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso;
2. Encontrarse inscrito en el Catastro Público del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste;
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías; y,

4. Cumplir con los requisitos de estandarización de emisiones que para el efecto dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

El ofrecimiento, anuncio o manifestación en cualquier forma o por cualquier medio de difusión, que a criterio de la autoridad tenga características de oferta pública de valores, pero no cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías y Valores podrá ser calificado como oferta pública por ésta y, calificada como tal el Superintendente de Compañías y Valores podrá intervenir al oferente y ordenar la inmediata suspensión de esa propuesta.

La Superintendencia de Compañías y Valores procederá a la inscripción correspondiente en el Catastro Público del Mercado de Valores una vez que los emisores le hayan proporcionado la información completa, veraz, suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Para la oferta pública de los valores que se inscriban en el Registro Especial Bursátil REB administrado por las Bolsas de Valores, los requisitos serán aquellos que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera para el efecto.

El prospecto es el documento que contiene las características concretas de los valores a ser emitidos y, en general, los datos e información relevantes respecto del emisor, de acuerdo con las normas de carácter general que al respecto expida el C.N.V. Este prospecto deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

Los representantes legales de los emisores declararán bajo juramento que la **información** contenida en el prospecto o circular de oferta pública es fidedigna, real y completa y serán penal y civilmente responsables, por cualquier falsedad u omisión contenida en ellas.

De la exclusión de responsabilidad de la Superintendencia de Compañías.- En todo prospecto de oferta pública deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del C.N.V., recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

Exenciones a los requisitos de oferta pública.- El C.N.V. mediante resolución fundamentada podrá eximir del cumplimiento de alguno de los requisitos de oferta pública de valores si se tratara únicamente de procesos de desinversión del Estado, cuando el monto a negociarse no sobrepase del 1% del capital pagado del emisor. Los emisores que se encuentren en proceso de liquidación no podrán hacer oferta pública de valores, excepto si se tratare de propias acciones, de acuerdo con las normas generales que expida el C.N.V.

Suspensión o cancelación de oferta pública.- La Superintendencia de Compañías, mediante resolución fundamentada, podrá suspender o cancelar una oferta pública, cuando se presenten indicios de que en las negociaciones, objeto de la oferta, se ha procedido en forma fraudulenta o si la información proporcionada no cumple los

requisitos de esta Ley, es insuficiente o no refleja adecuadamente la situación económica, financiera y legal del emisor.

La suspensión será hasta por treinta días. Transcurrido dicho plazo si subsisten los hechos o circunstancias mencionados en el inciso anterior, la Superintendencia de Compañías podrá cancelar la inscripción del respectivo valor en el Catastro Público del Mercado de Valores. Si se presume fraude o falsedad en la información proporcionada, se cancelará la inscripción del emisor, sin perjuicio de las acciones y sanciones a que hubiere lugar (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

La suspensión o cancelación de la oferta pública esta normada en los Artículos 22 y 23 de la misma ley:

De la suspensión de la inscripción.- La Superintendencia podrá suspender mediante resolución fundamentada la inscripción de los participantes o valores sujetos a inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores cuando:

1. Por causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, se le imposibilitare temporalmente cumplir la función que le corresponde;
2. Dejare de cumplir con uno o varios de los requisitos para la inscripción;
3. A juicio del C.N.V. así lo requiera la protección de los derechos o intereses de los inversionistas, de terceros o del público en general; y,
4. Por causa de incumplimiento de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación y demás normas que expida el C.N.V.

De la cancelación de la inscripción.- La cancelación de la inscripción de un participante o un valor en el Catastro Público del Mercado de Valores podrá ser:

1. Voluntaria: cuando la solicitare el emisor de conformidad con las normas que expida el C.N.V.; o,
2. De oficio: cuando por resolución fundamentada de la Superintendencia de Compañías se determine como una de las causales que:
 - a) La inscripción fue obtenida no ajustándose a los requisitos o procedimientos establecidos en esta Ley;
 - b) Existen causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, que le imposibilitare definitivamente la función que le corresponde cumplir;
 - c) Con ocasión de su oferta en el mercado y durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores o difundiere al público en general, información o antecedentes incompletos o confusos;
 - d) El valor no mantenga los requisitos que hicieron posible su inscripción;
 - e) Se hubieren extinguido los derechos conferidos por el valor; y,

- f) Se hubiere incumplido reiteradamente disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación, que fueren objeto de sanciones administrativas.

En los casos de los literales a) y c), la cancelación da derecho a quienes resultaren afectados, para que puedan solicitar al emisor indemnización por los daños y perjuicios causados.

Esta responsabilidad es independiente de las sanciones administrativas o penales a que hubiere lugar (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

En la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el Artículo 7, Sección III, Capítulo II, Subtítulo I, Título III establece que el aviso de toma de control se efectuará en base al Artículo 36 de la LMV, sin embargo este fue derogado como se indicó anteriormente, a la fecha de esta investigación en el Ecuador no cuenta con una ley suplementaria que rijan los parámetros que deben incluirse para este aviso o ratificar los mismos que se fijan en la C.R.C.N.V. A pesar de esto se sigue aplicando el Artículo 7, en donde se indica el contenido de la información que deberá contener el Aviso de Toma de Control:

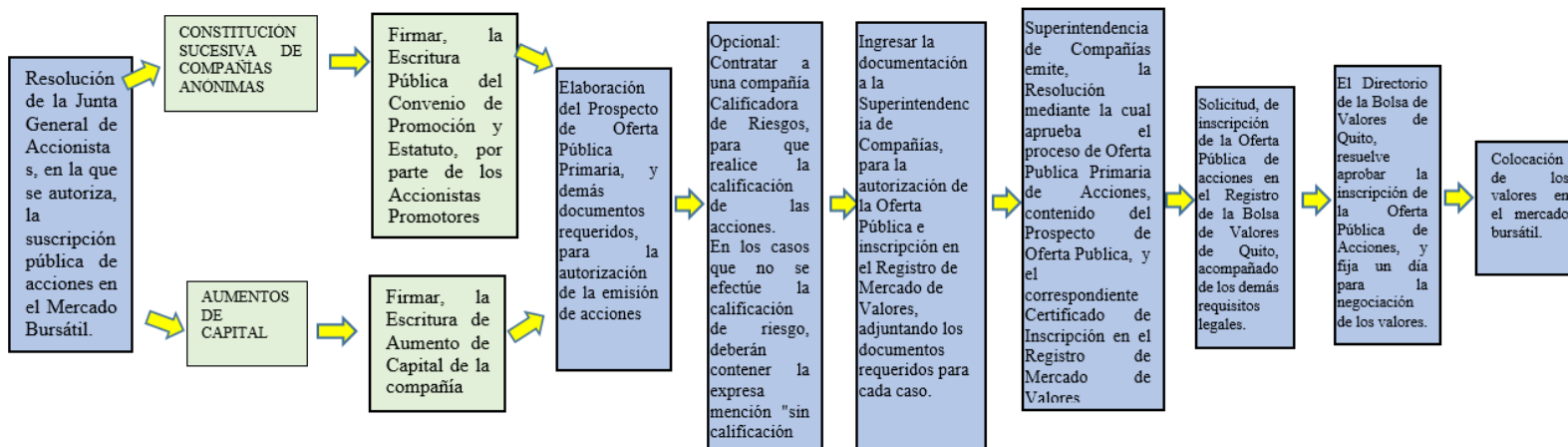
1. Razón social de la compañía de la que se desea tomar el control.
2. Nombre o razón social del demandante.
3. Monto a demandarse.
4. Fecha de inicio de la demanda.
5. Casa de valores.
6. Bolsa de valores en la que se efectuará la transacción.

El aviso deberá tener una dimensión mínima de dos columnas por quince centímetros, y se insertará en las secciones de información económica de los periódicos que las tuvieren.

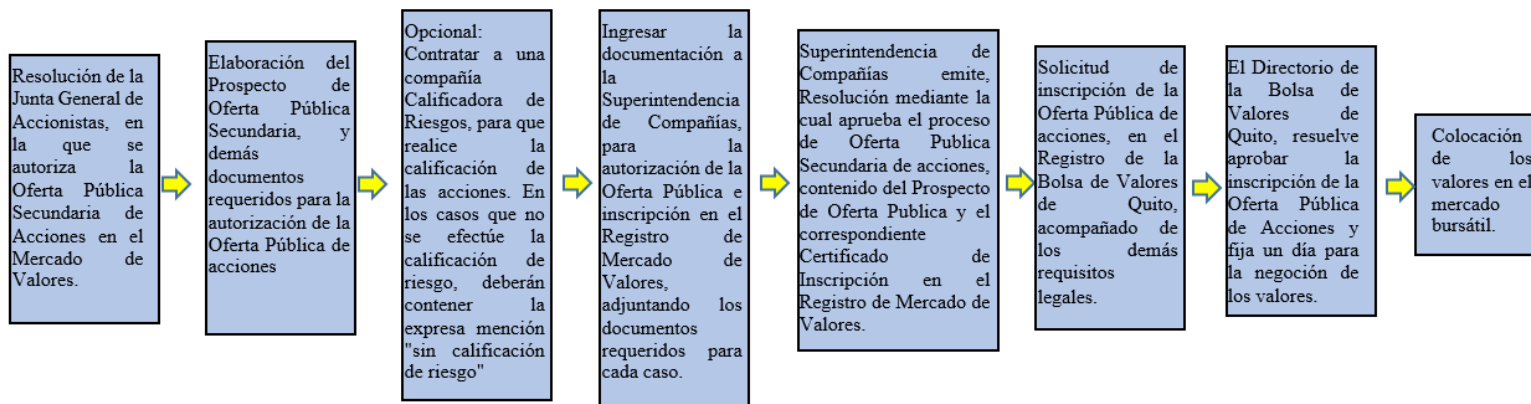
Esta publicación, una vez realizada, deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores del país (Consejo Nacional de Valores, 2015).

Gráfico 6. Proceso de Emisión de Acciones

SUSCRIPCIÓN PÚBLICA PRIMARIA DE ACCIONES



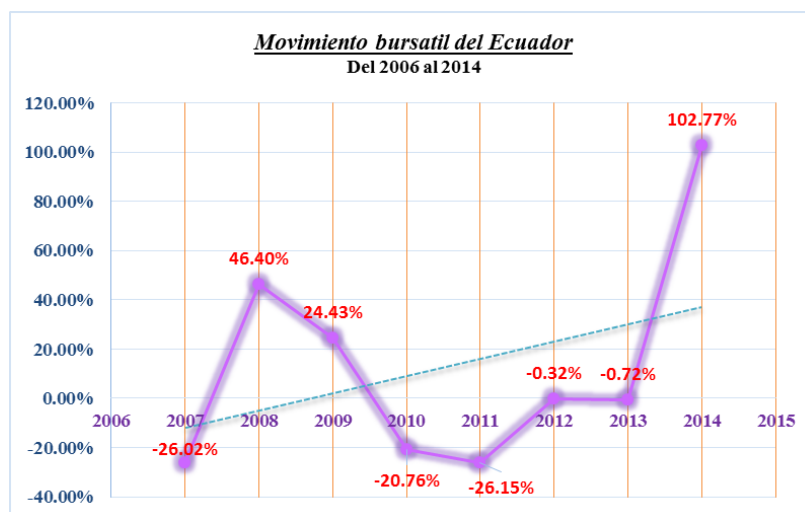
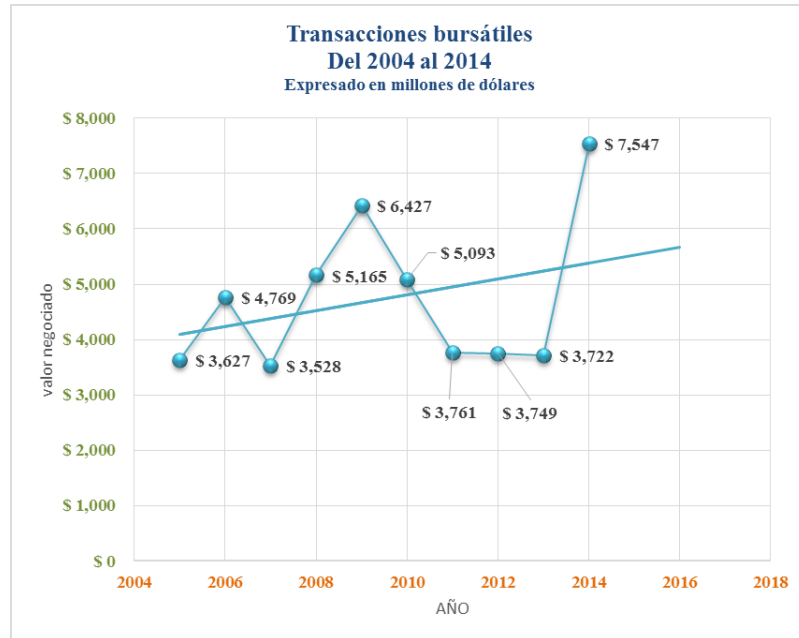
SUSCRIPCIÓN PÚBLICA SECUNDARIA DE ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Quito, 2015

El 2014 fue un año con cifras récord para el mercado bursátil ecuatoriano. Los montos negociados llegaron a USD 7 547 millones, según los datos que maneja el departamento técnico de la Bolsa de Valores de Quito. (Revista Líderes Ecuador, 2015)

Gráfico 7. Transacciones bursátiles a nivel nacional



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaborado por: La Autora

Como se observa, en las negociaciones bursátiles realizadas en el Ecuador en el año 2014 hubo un crecimiento importante del 102.77% con un valor negociado de US\$7,547 millones, en el año 2008 existe un crecimiento del 46.40% y para el 2009 del 24.43%, sin embargo el mayor valor negociado entre estos dos años fue en el 2009 por US\$6,427 millones. La cifra negociada en el 2014 corresponde casi a las transacciones bursátiles de los 3 años anteriores, este gran movimiento básicamente se dio por la aplicación de las figuras de oferta pública por toma de control y OPA establecida como normativa esta última recientemente en el Ecuador; las compañías que optaron por estos sistemas fueron:

Tabla 4 Movimientos bursátiles importantes en el 2014

Oferente	Sociedad afectada	Valor negociación
UNACEM .S.A.A.	UNACEM ECUADOR S.A. (Antes Lafarge Cementos S.A.)	US\$517,1 millones
Arca Continental	Holding Tonicorp	US\$335,8 millones
Grupo Promerica	Produbanco	US\$130 millones

Fuente: (Revista Líderes Ecuador, 2015)

Elabrado por: La Autora

Según se evidencia estas operaciones son realizados por grandes compañías que tienen definido su cultura organizacional, y objetivos claros a corto y largo plazo, mediante la aplicación de un buen gobierno corporativo, que con esto logran expandir su mercado.

Como se mencionó el crecimiento que tuvo el Mercado de Valores fue básicamente a las negociaciones de OPA y Toma de control efectuadas en el 2014, por lo cual la compañía UNACEM ECUADOR S.A. será analizada de forma empírica para verificar su aplicación en base a la normativa legal y evaluar su crecimiento o efectos en sus estados financieros, en el siguiente capítulo.

2.5 Composición de las empresas emisoras en el Ecuador

Dentro de las empresas emisoras se encuentran las empresas socialmente abiertas, que corresponden a entes públicos o privados que se encuentran inscritos en el Mercado de Valores; y por tanto su composición accionaria y otra información societaria y financiera son abiertas al público.

Las empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador de acuerdo a su actividad y periódicamente presentan información, son:

Tabla 5 Empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el Ecuador por sector

SECTOR		2011	2012	2013
1	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS	11,444	12,719	12,114
2	PROFESIONALES, CIENTÍFICAS Y TÉCNICAS	2,719	4,957	4,992
3	INDUSTRIAS MANUFACTURADAS	587	4,026	3,824
4	CONSTRUCCIÓN	556	4,424	4,029
5	INMOBILIARIAS	439	6,200	5,663
6	TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	404	5,147	5,341
7	AGRICULTURA, GANADERÍA, SILVICULTURA Y PESCA	320	3,412	3,210
8	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS Y DE APOYO	268	3,122	2,941
9	FINANCIERAS Y DE SEGUROS	164	530	502
10	INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	162	1,491	1,525
11	EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS	141	537	496
12	ALOJAMIENTO Y SERVICIO DE COMIDAS	103	972	904
13	ATENCIÓN SALUD HUMANA Y ASISTENCIA SOCIAL.	82	778	753
14	ENSEÑANZA	62	535	505
15	SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS, VAPOR Y AIRE ACONDICIONADO.	51	279	250
16	DISTRIBUCIÓN DE AGUA; ALCANTARILLADO, GESTIÓN DE DESECHOS Y ACTIVIDADES DE SANEAMIENTO	44	225	209
17	OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS	37	273	263
18	ARTES, ENTRENAMIENTO Y RECREACIÓN	15	144	147
19	HOGARES COMO EMPLEADORES; ACTIVIDADES DE LOS HOGARES COMO PRODUCTORES DE BIENES Y SERVICIOS PARA USO PROPIO	-	2	2
20	ORGANIZACIONES Y ÓRGANOS EXTRATERRITORIALES	-	1	1
21	ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y DEFENSA; PLANES DE SEGURIDAD SOCIAL DE AFILIACIÓN OBLIGATORIA	-	5	7
	TOTAL	17,598	49,779	47,678

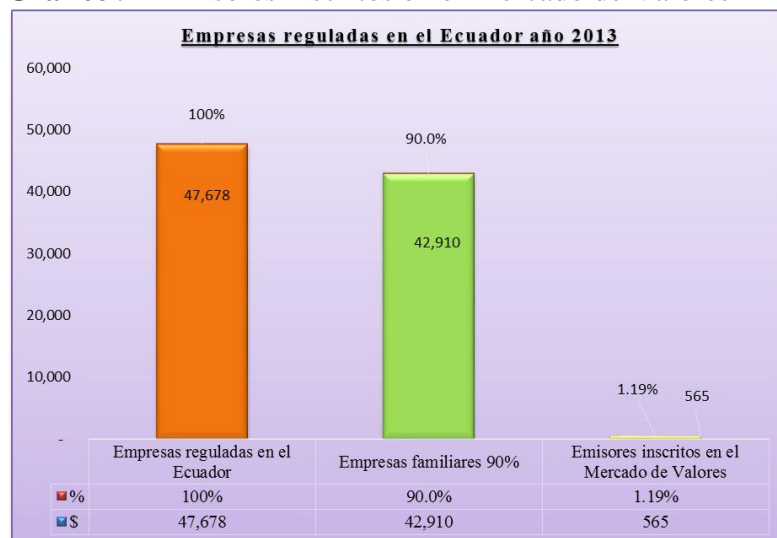
Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador

Gráfico 8 Empresas reguladas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el Ecuador



Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador
Elaborado por: La Autora.

Gráfico 9 Emisores inscritos en el Mercado de Valores



Fuente: Superintendencia de Compañías y Valores del Ecuador
Elaborado por: La Autora.

Como se puede observar, las empresas reguladas en el Ecuador son 47.678 para el año 2013; de acuerdo a las estadísticas el 90% corresponden a empresas familiares. Sin embargo a penas 565 son emisores en el Mercado de Valores (no están considerados emisores públicos 9 y emisores del sistema financiero 43), siendo apenas el 0.55% del total de las compañías las que se encuentran dentro del mercado de valores como ofertantes.

Con las cifras obtenidas podemos concluir que en el Ecuador aún no existe una suficiente publicidad o divulgación de los beneficios de ingresar al Mercado de Valores, sea como oferentes y/o demandantes.

Tabla 6. Emisores públicos y privados del Ecuador

SECTOR PRIVADO
FINANCIERO
BANCOS
<p>Banco Amazonas S.A. Banco Bolivariano C.A. Banco Capital S.A. Banco Cofiec S.A. Banco Coopnacional S.A. Banco de Guayaquil S.A. Banco de la Producción S.A. PRODUBANCO Banco de Loja S.A. Banco de Machala S.A. Banco del Austro Banco del Pacífico S.A. Banco D-Miro S.A. Banco General Rumiñahui S.A. Banco Internacional S.A. Banco Pichincha C.A. Banco Pichincha C.A. (fusión Banco Aserval) Banco Procredit S.A. Banco Promerica S.A. Banco Solidario S.A. Banco Territorial S.A.</p>
COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO
<p>Cooperativa de Ahorro y Crédito de la Pequeña Empresa de Cotopaxi CACPECO Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito “ 29 de Octubre Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito “29 de Octubre Ltda.” Cooperativa de Ahorro y Crédito “OSCUS” LTDA. Cooperativa de Ahorro y Crédito 23 de Julio Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito Alianza del Valle Cooperativa de Ahorro y Crédito Andalucía Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito Atuntaqui Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito Construcción Comercio y Producción Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito Cooprogreso Ltda. Cooperativa de Ahorro y Crédito Cotocollao Ltda.</p>
INSTITUCIONES DE SERVICIOS FINANCIEROS
<p>Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas C.T.H. S.A. Pacifcard del Ecuador MUTUALISTAS Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha</p>
SOCIEDADES FINANCIERAS
<p>Diners Club del Ecuador Sociedad Anónima S.F. Financiera de la República S.A. Sociedad Financiera Interamericana S.A. Unión Financiera Central S.A. UNIFINSA Vazcorp Sociedad Financiera</p>

SECTOR PRIVADO
FINANCIERO
TENEDORA DE ACCIONES
Alicosta BK Holding S.A. Corporación MultiBG S.A. Holding Tonicorp S.A. Inversancarlos S.A.
CONSTRUCCIÓN
Azulec S.A. Construcciones y Servicios de Minería Consermin S.A. Constructora Hidrobo Estrada S.A. Corporación Celeste S.A. CORPACEL Ecuatoriana de Servicios, Inmobiliaria y Construcción ESEICO S.A. Etinar S.A. Meisterblue S.A.
ENERGÍA Y MINAS
Intervisatrade S.A.
FONDOS COLECTIVOS
Fondo Colectivo de Inversión Fondo País Ecuador
SECTOR AGRÍCOLA-GANADERO-PESQUERO-MADERERO
Agripac S.A. Agritop S.A. Agroindustrias Dajahu S.A. Alimentsa Dietas y Alimentos S.A. Asiservy S.A. Avícola Fernández S.A. Cerro Alto Forestal (HIGHFOREST) S.A. Cerro Verde Forestal (BIGFOREST) Crimasa Criaderos de Mariscos S.A. El Refugio Forestal Homeforest El Sendero Forestal (PATHFOREST) S.A. El Tecal C.A. ELTECA Empacadora Bilbo S.A. BILBOSA Eurofish S.A. Exofrut S.A. Extractora y Procesadora de Aceites EPACEM S.A. La Campiña Forestal Strongforest La Colina Forestal (Hillforest) S.A. La Cumbre Forestal (PEAKFOREST) S.A. La Estancia Forestal (Forestead) S.A. La Reserva Forestal (REFOREST) La Sabana Forestal (PLAINFOREST) S.A. La Vanguardia Forestal (VANGUARFOREST) S.A. Meriza S.A.
SECTOR AGRÍCOLA-GANADERO-PESQUERO-MADERERO
Nederagro S.A. Productos Del Agro Sylvia Maria S.A. AGROSYLMA Provefrut S.A. Retratorec S.A. Reybanpac, Rey Banano del Pacífico C.A. Río Congo Forestal C.A. CONRIOCA Río Grande Forestal (RIVERFOREST) S.A. Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A. Storeocean S.A.

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****SECTOR COMERCIAL**

Aditivos y Alimentos S.A. ADILISA
Aditmaq Aditivos y Maquinarias Cia. Ltda.
Agencia Naviera Agnamar S.A.
Aifa S.A.
Alimentos Ecuatoriano S.A. ALIMEC
Almacenes Boyaca S.A.
Almacenes de Prati S.A.
Anglo Automotriz S.A. ANAUTO
Artefactos Ecuatorianos Para El Hogar S.A ARTEFACTA
Audiovisión Electrónica Audioelec S.A.
Austral Cia. Ltda.
Auto Importadora Galarza S.A.
Automotores de la Sierra S.A.
Automotores Latinoamericanos S.A. Autolasa
Automotores y Anexos S.A. AYASA
Carvagu S.A.
Casa Comercial Tosi S.A.
Casa Moeller Martínez C.A.
Caterpremier S.A.
Centuriosa S.A.
Cepsa S.A.
Cetivehículos S.A.
Chocolates Finos Nacionales Cofina S.A.
Codepret S.A.
Colineal Corporation Cia. Ltda.
Compañía Importadora Regalado S.A. (COMIRSA)
Compañía Supermercado de Computadoras Compubussines Cia. Ltda.
Compañía Tiendas Industriales Asociadas TIA S.A.
Computadores y Equipos Compuequip Dos S.A.
Concerroazul S.A.
Corporación Azende S.A.
Corporación Délico Cia. Ltda.
Corporación El Rosado S.A.
Corporación Favorita C.A.
Corporación JCEVCORP Cia. Ltda.
Créditos Económicos CREDICOSA S.A.
Danielcom Equipment Supply S.A.
Delcorp S.A.
Dilipa, Distribuidora de Libros y Papelería Cía. Ltda.
Dipac Manta S.A.
Dismarkclub S.A.
Distribuidora de Carnes y Alimentos DIGECA S.A.
Distribuidora Importadora Dipor S.A.
Diteca S.A.
Ecuafontes S.A.
Ecuatoriana de Granos S.A. ECUAGRAN
Electrónica Siglo XXI Electrosiglo S.A.
Empresa Provedora de Motores Empromotor Cía. Ltda.
Eslive S.A.
Exportadora de Alimentos EXPALSA S.A.
Exportcredit S.A.
Farmaenlace Cía. Ltda.

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****SECTOR COMERCIAL**

Fecorsa Industrial y Comercial S.A.
Ferro Torre S.A.
Fertilizantes y Agroquímicos Europeos Eurofert S.A.
Frutera del Litoral Cia. Ltda.
Frutera del Litoral Cia. Ltda.
Fundametz S.A.
Galauto Grupo Automotriz Galarza Hermanos S.A.
Grifine S.A.
Grupo Imar S.A. GRUPIMARSA
Imbauto S.A.
Imporpoint S.A.
Importadora Vega S.A.
Induauto S.A.
Indusur Industrial del Sur S.A.
Inproel S.A.
Inteleq S.A.
L.Henriques & Cia. S.A.
La Casa Del Electrodomestico Electroexito S.A.
La Ganga R.C.A. S.A.
L'iris S.A.
Máquinas y Suministros Maqsum C. Ltda.
Maxdrive S.A.
Megaprofer S.A.
Motores y Tractores Motrac S.A.
MOTRANSA C.A.
Mundo Deportivo MEDEPORT S.A.
Noperti Cia. Ltda. Nc.
Óptica los Andes Cia. Ltda.
Panakruz S.A.
Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A.
PF Group S.A.
Pica Plásticos Industriales C.A.
Productora Mar Vivo S.A. PROMARVI
Productos Metalúrgicos S.A. Promesa
Pycca S.A.
Quifatex S.A.
Química Ariston Cía. Ltda.
Quimipac S.A.
Ryc S.A.
Segundo Eloy Corrales e Hijos SECOHI CIA. LTDA
Septeico S.A.
Simed S.A.
Soluciones Para Hotelería y Gastronomía Equindeca Cia. Ltda.
Sumesa S.A.
Superdeporte S.A.
Surfer S.A.
Tecnifertpac S.A.
Teojama Comercial S.A.
Terminal Aeroportuaria de Guayaquil S.A. TAGSA
Universal Sweet Industries S.A.
Vepamil S.A.

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****SECTOR INDUSTRIAL**

Aditec Ecuatoriana Cia. Ltda.
Agrícola e Industrial Alfadomus Cia. Ltda.
Artes Gráficas Senefelder C.A.
ATU Artículos de Acero S.A.
Calbaq S.A.
Centro Gráfico S.A.
Cervecería Nacional CN S.A.,
Compañía Azucarera Valdez S.A.
Compañía DUPOCSA Protectores Químicos Para El Campo S.A.
Compañía Extractora Agrícola Río Manso EXA S.A.
Compañía Recubridora de Papel S.A. REPALCO
Confiteca C.A.
Continental Tire Andina S.A.
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL
Corporación Superior CORSUPERIOR S.A.
Cristalería del Ecuador S.A. CRIDESA
Dichem del Ecuador S.A.
Distribuidora de Maderas Compañía Limitada (DISMA C. LTDA.)
Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana (DIFARE) S.A.
Dolmen S.A.
Ecuaimco S.A.
Ecuatran S.A.
Edesa S.A.
Empresa Durini Industria de Madera C.A. EDIMCA
Energy & Palma Energypalma S.A.
Envases del Litoral S.A.
Fermagri S.A.
Ferremundo S.A.
Figuretti S.A.
Firmesa Industrial Cía. Ltda.
Fisa Fundiciones Industriales S.A.
Floralp S.A.
Heladosa S.A.
Holcim Ecuador S.A.
Importadora Industrial Agrícola del Monte Sociedad Anonima Inmonte
Industria Ecuatoriana del Cable INCABLE S.A.
Industria Lojana de Especerías ILE C.A.
Industrial Papelera Ecuatoriana S.A. INPAECSA
Industrias Ales S.A.
Industrias Catedral S.A.
Industrias Unidas Cia. Ltda.
Interoc S.A.
Ipac S.A.
Jaroma S.A.
La Fabril S.A.
LIFE 'Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos
Metales Inyectados Metain S.A.
Moderna Alimentos S.A.
Molinos Champion S.A MOCHASA
Muebles El Bosque S.A.
Nestlé Ecuador S.A.
Novacero S.A.

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****SECTOR INDUSTRIAL**

Operadora y Procesadora de Productos Marinos OMARSA S.A.
Pinturas Cóndor S.A.
Plásticos del Litoral S.A.
Plastigomez S.A.
Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA
Productora Cartonera S.A.
Quimpac Ecuador S.A. QUIMPACSA
Solvesa Ecuador S.A.
Sunchodesa Representaciones C. Ltda.
Surpapelcorp S.A.
Talme S.A.
Textiles Industriales Ambateños S.A. TEIMSA
Tuberías Pacífico S.A. TUPASA
Tuval S.A.
UNACEM Ecuador S.A.
Zaimella del Ecuador S.A.

SECTOR INMOBILIARIO

Cimentaciones Generales y Obras Portuarias CIPORT S.A.
Constructora De Diseños Productivos Construdipro S.A.
Constructora E Inmobiliaria Valero Construvaleto S.A.
Corporación Samborondón S.A. CORSAM
Dismedsa S.A.
Furoiani Obras y Proyectos S.A.
Inmobiliaria del Sol S.A. MOBILSOL
Inmobiliaria Terrabienes S.A.
Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A.

SERVICIOS

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Basesurcorp S.A.
Caminosca S.A.
Camposantos del Ecuador S.A. Campoecuador
Carro Seguro CARSEG S.A.
Centro Educativo Integral CENEICA
Conjunto Clínico Nacional CONCLINA C.A.
Constructora importadora Álvarez Burbano Sociedad Anónima CIALCO
Consultora Ambiental Ecosambito C. Ltda.
Dexicorp S.A.
Ecu nave C.A.
Esculapio S.A.
Ética Empresa Turística Internacional C.A.
Factor L.O.G.R.O.S. de Ecuador S.A.
H.O.V. Hotelera Quito S.A.
Hidrelgen S.A.
Hotel Boulevard (Elboulevard) S.A.
Hotel Casagangotena S.A.
Hotel Colón Internacional S.A.
Instalaciones Electromecánicas S.A. INESA
Labiza S.A.

SERVICIOS

Mamut Andino C.A.
Mareauto S.A.
Medicina para el Ecuador Mediecuador Humana S.A.

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****SERVICIOS**

Memorial Funer Asesora de Servicios Funerarios S.A.
Otecel S.A.
Red Mangroveinn S.A.
Servicios Cybercell S.A.
Soroa S.A.
Telconet S.A.
Turismo Amonra S.A.

TITULARIZACIONES Y FIDEICOMISOS

Cuarta Titularización Cartera Comercial IIASA
Cuarta Titularización Cartera Comercial IIASA (Segundo Tramo)
Cuarta Titularización de Flujos – Tarjeta de Crédito de Prati
Décima Titularización Cartera Comercial – Comandato
Décima Cuarta Titularización Cartera Comercial – Comandato
Décimo Quinta Titularización Cartera Comercial – Comandato
Décimo Tercera Titularización Cartera Comercial – Comandato
Duodécima Titularización Cartera Comercial-Comandato
Fideicomiso de Titularización de Cartera de Vivienda Veintinueve (29) de Octubre
Fideicomiso de Titularización de Cartera Marcimex
Fideicomiso de Titularización de Flujos – Mareauto
Fideicomiso de Titularización de Flujos – Maresa
Fideicomiso de Titularización de Flujos – Tecfood
Fideicomiso de Titularización de Flujos El Ordeño
Fideicomiso de Titularización de Flujos NAIQ – Metro de Quito
Fideicomiso de Titularización Sindicada de Flujos Deli Shemlon
Fideicomiso Mercantil “Primera Titularización de Cartera Comercial – Amazonas
Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1, BB1
Fideicomiso Mercantil Banco de Loja Titularización Hipotecaria 1 BLOJATH 1
Fideicomiso Mercantil Banco General Rumiñahui 1 BGR 1
Fideicomiso Mercantil Banco Internacional 1 Inter1
Fideicomiso Mercantil Banco Internacional 2 – Inter 2
Fideicomiso Mercantil CTH BID, CTH – BID1
Fideicomiso Mercantil CTH4, FIMECTH4
Fideicomiso Mercantil CTH7, FIMECTH7
Fideicomiso Mercantil Cuarta Titularización de Cartera Automotriz – Amazonas
Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros Contecon Guayaquil
Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros Generados en Derechos de Cobro Interagua
Fideicomiso Mercantil de Segunda Titularización de Flujos Futuros de Fondos – Artefacta
Fideicomiso Mercantil de Tercera Titularización de Flujos Futuros Artefacta
Fideicomiso Mercantil de Titularización de cartera Hipotecaria VOLARE
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Inmobiliaria Volann
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Inmobiliaria Volann (Segundo Tramo)
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Futuros De Fondos Senefelder I
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Incubandina
Fideicomiso Mercantil De Titularización Decameron Ecuador
Fideicomiso Mercantil Fideicomiso Hotel Ciudad del Rio
Fideicomiso Mercantil FMS – DOS
Fideicomiso Mercantil GM Hotel
Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – Rentas
Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – BIRA
Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos Educativos- CPU/USFQ

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****TITULARIZACIONES Y FIDEICOMISOS**

Fideicomiso Mercantil Irrevocable Fideicomiso de Titularización de Flujos ESEICO
Fideicomiso Mercantil Irrevocable Fideicomiso de Titularización de Flujos URBANO
Fideicomiso Mercantil Irrevocable Titularización Sindicada – Equitatis IBC
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 1, FIMUPI 1
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 10, FIMUPI 10
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 2 FIMUPI 2
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 3 FIMUPI 3
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 4 FIMUPI 4
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 5 FIMUPI 5
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 6 FIMUPI 6
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 7 FIMUPI 7
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 8 FIMUPI 8
Fideicomiso Mercantil Mutualista Pichincha 9, FIMUPI 9
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización Cartera Automotriz – Gmac – Ecuador
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización Cartera Automotriz – Unifinsa
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización Cartera Automotriz – Unifinsa (Segundo Tramo)
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos – Ecuavegetal
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos – Veconsa
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Expalsa
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Futuros – Adfranec
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Int. Food Services Corp.
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Sana
Fideicomiso Mercantil Produbanco 1 FIMPROD 1
Fideicomiso Mercantil Produbanco 2 FIMPROD 2
Fideicomiso Mercantil Produbanco 3 FIMPROD 3
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización Cartera Automotriz – Gmac – Ecuador
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización Cartera de Automotriz – Amazonas
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Cartera Comercial – Amazonas
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos – Agripac
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Futuro de Fondos La Fabril
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Int. Food Services Corp.
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Futuros Generados En Derechos de Cobro Existentes de Interagua
Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Industrias Ales
Fideicomiso Mercantil Solidario Uno (1)
Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización Cartera Automotriz – Gmac – Ecuador
Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización de Cartera Automotriz – Amazonas
Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización de Flujos Portafolio CFN
Fideicomiso Mercantil Titularización OMNI Hospital
Fideicomiso Mercantil Titularización Cuota Fácil Unibanco Cero – Dos
Fideicomiso Mercantil Titularización de Cartera Hipotecaria de Vivienda Banco Promerica
Fideicomiso Mercantil Titularización de Cartera Inmobiliaria Hipotecaria Guayaquil Numero Uno TICIHG1 UNO
Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos – Central Hidroeléctrica marcel Laniado de Wind
Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos EBC
Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos Futuros de Fondos Burger King CCI Restaurantes Instantáneos REINSTANT
Fideicomiso Mercantil Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Burger King-Restaurantes del Norte RESNORTE
Fideicomiso Mercantil Titularización del Banco del Pichincha 1, FIMEPCH1

SECTOR PRIVADO**FINANCIERO****TITULARIZACIONES Y FIDEICOMISOS**

Fideicomiso Mercantil Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 2 FIMEPCH2
Fideicomiso Mercantil Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 3 FIMEPCH3
Fideicomiso Mercantil Titularización Hipotecaria de Banco Pichincha 4 FIMEPCH4
Fideicomiso Mercantil Titularización Mastercard – Flujos del Exterior
Fideicomiso Mercantil Titularización Produbanco Cartera Automotriz – Cero Uno
Fideicomiso Primera Titularización de Cartera Comercial Pymes Procredit
Fideicomiso Primera Titularización de Cartera de Microcrédito Fundación Espoir
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos – Automotores y Anexos S.A.
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos – Azende
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Delcorp
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Energy & Palma
Fideicomiso Primera Titularización De Flujos Enlit
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeca
Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Noperti
Fideicomiso Segunda Titularización Cartera Automotriz – CFC
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos – Nestle Ecuador S.A.
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Delcorp
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Futuros Tecopesca
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca
Fideicomiso Séptima Titularización Cartera Automotriz – Amazonas
Fideicomiso Sexta Titularización Cartera Automotriz – Amazonas
Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos Fadesa
Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC
Fideicomiso Titularización de Flujos Edesa
Fideicomiso Titularización de Flujos Jaher
Fideicomiso Titularización Flujos Grupo Anhalzer – Cero Uno
Fideicomiso Titularización Hidrelgen – Proyecto Hidroeléctrico Sabanilla
Fideicomiso Titularización Primera Emisión de Flujos Futuros ICESA
Fideicomiso Titularización Secohi
Novena Titularización Cartera Comercial – Comandato
Primera Titularización de Cartera de Crédito de Desarrollo Productivo – CFN (Primer Tramo)
Primera Titularización de Flujos – Latienvases
Primera Titularización de Flujos – Tecopesca
Primera Titularización de Flujos Forescan
Primera Titularización de Flujos Futuros – Novacero
Primera Titularización de Flujos Proyecto Teca-Popenoe
Primera Titularización de Flujos Reysac
Segunda Titularización de Cartera de Microcrédito Fundación Espoir
Segunda Titularización de Flujos-Deli Internacional
Segunda Titularización Flujos – Portafolio CFN
Segunda Titularización de Flujos de Prati – Tarjetas de Crédito Terceras
Segundo Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Diners
Tercera Titularización Cartera Comercial – IIASA
Tercera Titularización Cartera Comercial – IIASA (Segundo Tramo)
Tercera Titularización Cartera Comercial – IIASA (Tercer Tramo)
Tercera Titularización De Flujos – Agripac
Tercera Titularización de Flujos – de Prati
Titularización de Cartera Hipotecaria Villa Marina
Titularización Sindicada Flujos – Cadena Productiva Integrada
Undécima Titularización Cartera Comercial – Comandato

SECTOR PÚBLICO
ENTIDADES AUTÓNOMAS
Banco Central del Ecuador
Banco del Estado
Banco Nacional de Fomento
Corporación Andina de Fomento
Corporación Financiera Nacional
Gobierno Autónomo Descentralizado del Cantón General Antonio Elizalde (BUCAY)
Gobierno Autónomo Descentralizado Municipal del cantón el Guabo
GOBIERNO CENTRAL
Ministerio de Finanzas
Servicio de Rentas Internas

Fuente: (Bolsa de Valores de Quito, 2015)

CAPÍTULO III

LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OPA Y SU APLICACIÓN

3.1 Introducción a la OPA

Como lo define Fernando Vives Ruiz, las Ofertas Públicas de Adquisición de valores, (habitualmente denominadas OPAS) son operaciones especiales en virtud de las cuales una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen la adquisición de los valores emitidos por una determinada sociedad a una pluralidad de titulares de los mismos, en unas determinadas condiciones económicas y jurídicas. (Vives Ruiz, Ofertas Públicas de Adquisición de valores: Régimen Jurídico y modalidades, 2006)

Para una mejor conceptualización del tema, se describen conceptos importantes de otros autores:

Una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) es una operación financiera que tiene por objeto obtener una participación significativa en el capital de una Sociedad, normalmente cotizada, a la que habitualmente se denomina “sociedad afectada”, mientras que, quien lanza la OPA, que puede ser una persona física o jurídica (o varias), se denomina “entidad oferente”.

En el caso en el que haya varias empresas oferentes interesadas en la adquisición de una determinada sociedad afectada, habrá varias OPAs competidoras, estableciéndose por parte de la CNMV un procedimiento para que los accionistas interesados puedan valorar dichas ofertas y elegir la que consideren más adecuada para sus intereses (Unidad Editorial Información Económica S.L., 2015)

Una oferta pública de adquisición (OPA) es una operación sobre una empresa normalmente cotizada. Puede ser una persona física o una sociedad la que realiza la oferta de compra de acciones o de otros valores que permiten el control cómo bonos convertibles, a cambio se ofrece un precio, que suele pagarse en efectivo, pero también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones) (Economipedia, 2015).

Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación bursátil (realizada entre empresas que cotizan en Bolsa), en la que un oferente (persona física o jurídica) anuncia públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en bolsa (sociedad afectada cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en una bolsa de valores) su intención de adquirir un número de títulos de la misma a un precio determinado, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad (Descuadrando, 2011).

Con los conceptos mencionados, podemos concluir que la OPA, es una figura jurídica que se aplica a compañías que cotizan sus acciones en la bolsa de valores, existiendo oferentes y aceptantes, en donde se paga un precio justo, con la finalidad de repartir la prima de control de forma equitativa para sus accionistas.

Las OPAS básicamente se aplican dentro de los mercados organizados, es decir son presentados y negociados en las bolsas de valores, dentro del mercado secundario. Sin embargo las OPAS se pueden analizar desde dos puntos básicos:

- ✓ OPA voluntaria: Esta permite que una persona interesada pueda adquirir acciones sin que intervenga la bolsa de valores. Sin embargo el trato para los interesados no es igualitario, sino es dirigida a otros intereses de participación accionaria.
- ✓ OPA obligatoria: Consiste en procedimientos establecidos que buscan el beneficio de los accionistas minoritarios, y para que esto cumpla con su objetivo se debe realizar mediante la obligación de que cualquier operación de adquisición de acciones se efectúe a través de la presentación de la OPA. Este sistema asegura el tratamiento igualitario a los accionistas de las empresas que cotizan en el mercado de valores, ya que participan en condiciones igualitarias, y se encuentran dispuestos a pagar un precio justo por el paquete de control.

3.2 Evolución de las OPAS

La Oferta Pública de Adquisición o toma de control, es un mecanismo que ha captado mucha atención a partir de la década de los 50'; originado en el mercado británico en donde apareció por primera vez esta figura como toma de control y desarrollado por el mercado norteamericano en donde se consolidó.

3.2.1 OPA en Inglaterra

En el mercado británico la implementación de las operaciones de toma de control, provocó inconformidad debido a que se fueron presentando situaciones de abusos,

que ya que la normativa tenía vacíos legales, en donde básicamente correspondían a la exclusión de los accionistas minoritarios.

El “City Code on Take-overs and Mergers”, fue aprobado en 1968 el cual contiene el cuerpo normativo en donde por primera vez se determinó el principio de la igualdad a todos los accionistas, la posibilidad de abandonar la compañía cuando se produzca el cambio de controlador y es donde se basa la OPA obligatoria, y se consagra el sistema inglés.

El mecanismo de OPA obligatorio vigente en Inglaterra le cierra el paso a cualquier otra forma alternativa que pudiera utilizarse para tomar o consolidar el control de una sociedad cuyas acciones se cotizan en bolsa. Con ello lo que se quiere es permitir que los accionistas minoritarios puedan participar en pie de igualdad con los accionistas controladores o de mayor peso en la prima o premio que habitualmente acompaña a los cambios de control de las grandes sociedades, evitando así que el mayor valor económico que éste dispuesto a pagar el adquiriente sea percibido de modo exclusivo por quienes ostentaban una posición mayoritaria o de control. También se fundamenta en la necesidad de contar con una vía de salida para el accionista minoritario ante el riesgo que enfrenta con la llegada de un nuevo socio con capacidad para determinar el rumbo en la gestión de los negocios sociales. (Pfeffer Urquiaga, 2001)

3.2.2 OPA en EE.UU.

En los años 60’ la figura normativa de las OPAS se desarrolló en los Estados Unidos de Norteamérica; con la finalidad de terminar con los abusos producidos durante el cambio de controlador.

La finalidad de la normativa que se crea a partir del importante desarrollo de este “mercado de control societario”, fue la de cerrar el paso a una variedad de abusos que habían podido germinar bajo la situación de vacío legislativo en que las OPAS empezaron a desarrollarse y a asegurar, en consecuencia, que los accionistas pudiesen tomar una decisión pausada y racional sobre sus valores cuando se ven enfrentados a una operación de adquisición de la sociedad a la que pertenecían.

Fueron sobre todo algunas tácticas habitualmente empleadas por los oferentes las que hicieron sentir la necesidad de confinar la libertad de actuación de la que estos disfrutaban para salvaguardar, de esta forma, los

legítimos intereses de los accionistas de la sociedad afectada. La realización de ofertas en las que su promotor limitaba y dosificaba según su propia conveniencia la información que divulgaba, el sometimiento del exceso de aceptaciones a un criterio puramente (por orden de llegada), el ofrecimiento de condiciones diversas a distintos grupos de accionistas, la exigencia de aceptaciones irrevocables por parte del accionista –que perdían así todo poder de disposición sobre sus valores durante largos períodos de tiempo-, la fijación de brevísimos períodos de aceptación, la exclusión de quienes habían aceptado ofertas competidoras, entre otras prácticas que colocaban a los destinatarios de la oferta en una desventajosa posición, llevaron a entonces senador Williams a presentar un proyecto de ley en 1965 –aprobado en 1968 como reforma al Securities Exchange Act (1934)- para “proteger” a los accionistas y administradores de las sociedades afectadas de “la piratería y el sabotaje industrial de los asaltantes de sociedades”. (Pfeffer Urquiaga, 2001)

Los ordenamientos inglés y estadounidense representan los ejemplos más avanzados y perfeccionados del MV; son dos sistemas que podría calificar como completamente contrapuestos; esto porque cada uno ilustra distintos supuestos que obliga a las partes contratantes a acudir al mecanismo de OPA. Así, en el modelo instaurado en el Reino Unido, cualquier operación de toma de control que quiera realizarse sobre los valores de una sociedad, tiene necesariamente que efectuarse a través del procedimiento de la OPA. Mientras que en Estados Unidos de Norteamérica, las OPAS son, sencillamente, un instrumento más al que pueden acudir las partes para efectuar la toma de control; quiere decir, una simple opción frente a otras alternativas. (Montealegre Cortés, 2011)

Los dos modelos contextualizan su finalidad principalmente en que los accionistas minoritarios puedan participar de forma igualitaria en las primas de control que pague el adquirente o controlador; y a quienes no se encuentren de acuerdo al cambio de control ofrecer un método de salida sin que tenga perjuicios económicos.

Desde el momento mismo en que las tomas de control aparecieron en el mercado británico y se desarrollaron en el mercado norteamericano, han estado acompañadas de un debate acerca de su conveniencia. Este debate se ha trasladado a otros países junto con los intentos de regulación legal y quienes han tenido conciencia del mismo han procurado que las reglas que se dicten tengan flexibilidad suficiente para entender intereses del más variado orden presentes en estas situaciones; el interés nacional, en primer lugar; el interés de la libre competencia, que se puede ver afectado por la concentración indeseable de actividades económicas; el interés de la empresa como productora de bienes y servicios y su incidencia en la economía nacional; el interés de los trabajadores, cuyo empleo y cuya seguridad social se pueden ver amenazados; el interés del mercado valores como canal de democratización del capital; y last but not least, el

interés de los accionistas minoritarios, a quienes el cambio de control puede afectar severamente. (Morles Hernández, 2001)

3.3 Antecedentes del cambio de la OPA “a priori” a la OPA “a posteriori”

Una de las diferencias que se encuentran en la OPA, es justamente el momento en el cual se debe formular ésta, es decir si la oferta pública de adquisición se debe aplicar antes o después de adquirir el control o mayor participación accionarial de la sociedad afectada.

En este punto se hablará de las regulaciones de las OPAS en el derecho español, en el cual “a priori” según el latinismo significa previo; la cual determinaba que la adquisición de la participación significativa sea igual o mayor al 25% del capital de la sociedad afectada; por tanto la formulación de la OPA era anterior a la toma de control y adicionalmente se admitía las OPAS parciales, enfocado al total del capital o parte de este en función de los porcentajes que tenían derecho a voto.

El sistema de OPA “a posteriori”, es decir la toma de control de la sociedad afectada ya se habrá transferido al oferente al formular la OPA; con la finalidad que los accionistas minoritarios remanentes puedan vender sus acciones en condiciones de igualdad y con precios justos. De acuerdo al Real Decreto 1066/2007, de fecha 27 de julio, art. 4 se determina la participación de control con un alcance de forma directa o indirecta del porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%.

Adicionalmente, se presentan las conductas de las accionistas y administradores de control, que en la OPA “a priori” pueden interferir con el cambio de control, mientras que en la OPA “a posteriori” no pueden oponerse al cambio y si se oponen deben buscar una alternativa de OPA competidora.

Los principios esenciales de este nuevo sistema de 2007 vigente son los siguientes: imposición del deber de formular una OPA obligatoria, “a posteriori” (tras la adquisición del control) y total (porque debe dirigirse a todas las acciones y valores que den derecho a su adquisición o suscripción y a todos sus titulares), a un precio equitativo, por quien alcance el control de una sociedad cotizada; aplicación de las reglas de procedimiento generales a las OPAs voluntarias, que deben dirigirse a todos los titulares de valores con voto de la sociedad cotizada, aunque pueden

dirigirse a un número de valores inferior al total; sanción específica para aquellas adquisiciones que no respeten el procedimiento de la OPA, consistente en la privación de los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas. (Tapia Hermida, 2008)

3.4 Tipos de OPA

Como ya se mencionó, la OPA no es más que una operación en donde una compañía ofrece comprar acciones a otra entidad, a un precio determinado; que generalmente es superior al que cotiza en bolsa. Con estos antecedentes las clasificaciones pueden ser diversas:

1. *Según la aceptación de la OPA:*
 - a) OPA Amistosa: Cuando la entidad oferente y la entidad afectada se ponen de acuerdo en el precio y en la forma de instrumentar la operación.
 - b) OPA Hostil: Cuando la entidad oferente no se pone de acuerdo con la entidad afectada e intenta conseguir el control político comprando los derechos de voto a los accionistas.
2. *Según la residencia de la Entidad Oferente:*
 - a) OPA Nacional: Cuando la entidad oferente y la entidad afectada son del mismo país. No obstante, hay que tener en cuenta que, si la entidad oferente es filial de una entidad extranjera, no podría considerarse una operación nacional.
 - b) OPA Transnacional: Cuando la entidad oferente es de un país diferente al de la entidad afectada, lo cual conlleva la posibilidad de que haya restricciones legales en función de la normativa internacional.
3. *Según la extensión de la Oferta:*
 - a) OPA Limitada: Cuando la entidad oferente limita la cantidad de los derechos de voto que desea adquirir; este límite puede ser inferior, superior o existir simultáneamente límite inferior y superior.
 - b) OPA General: Cuando la entidad oferente extiende la oferta a la totalidad de los derechos de voto de la entidad afectada.
4. *Según el número de entidades oferentes:*
 - a) OPA Unitaria: Cuando la entidad oferente es única.
 - b) OPA Múltiple: Cuando las entidades oferentes son varias y se reparten el control de los derechos de voto objeto de la Oferta.
5. *Según la naturaleza de la contraprestación:*
 - a) OPA con contraprestación en efectivo: Cuando la entidad oferente se compromete a pagar todos los valores de la entidad afectada, que sean objeto de la oferta, con dinero efectivo.
 - b) OPA con contraprestación en valores: Cuando la entidad oferente ofrece canjear todos los valores objeto de la oferta por otros valores de la entidad oferente o de otras entidades.

- c) OPA con contraprestación mixta: Cuando se ofrece un precio que se materializa parcialmente en efectivo y parcialmente en otros valores.
6. *Según la naturaleza de la entidad oferente:*
- a) OPA realizada por persona física: Cuando quien lanza la oferta es una persona física, esto es, un particular. No es habitual, pero sí legalmente factible.
 - b) OPA realizada por persona jurídica: Cuando la entidad oferente es una entidad jurídica, es decir, una empresa, una institución, una fundación, etc.
7. *Según la finalidad de la operación:*
- a) OPA con objetivo de toma de control: Cuando la entidad oferente lo que pretende es controlar completamente la administración y la gestión de la entidad afectada.
 - b) OPA de exclusión de cotización: Cuando la entidad oferente lanza la oferta sobre sus propias acciones, con el objetivo de dejar de cotizar en bolsa.
 - c) OPA técnica con objetivo de fusión: Cuando dos entidades se ponen de acuerdo en la realización de una fusión y deciden que la mejor forma de instrumentar esta operación es mediante la compra de las acciones de la entidad que va a ser absorbida por parte de la entidad que va a ser la absorbente.
8. *Según el origen de la OPA:*
- a) OPA Ofensiva: Cuando la entidad oferente toma la iniciativa para tomar el control de la entidad afectada.
 - b) OPA Defensiva: Cuando la entidad afectada trata de defenderse del acoso de la entidad oferente mediante diferentes estrategias, una de las cuales se materializa en una OPA, bien sobre sus propias acciones, bien sobre acciones de la entidad oferente, bien sobre acciones de una tercera entidad.
9. *Según la existencia o no de pactos previos:*
- a) OPA con depósitos inmovilizados, con compromiso expreso de no acudir a la OPA: Cuando determinados accionistas manifiestan por escrito su compromiso de no acudir a la oferta, inmovilizando sus valores en una entidad financiera, que asimismo manifiesta expresamente la existencia de dicha inmovilización.
 - b) OPA sin depósitos inmovilizados: Cuando ninguno de los valores objeto de la oferta es objeto de inmovilización durante la tramitación de la operación.
10. *Según la existencia o no de valores convertibles en acciones:*
- a) OPA con valores convertibles en acciones: Cuando la entidad afectada tiene emitidos bonos u obligaciones convertibles, derechos de suscripción correspondientes a una ampliación en curso, acciones sin voto que disponen de derecho transitorio de voto o, en su caso, “warrants” que desean ser adquiridos por la entidad oferente.

- b) OPA sin valores convertibles en acciones: Cuando la entidad afectada sólo tiene acciones ordinarias que puedan ser objeto de la oferta.
11. *Según la entidad obligada al pago de los gastos de transmisión:*
- a) OPA con liquidación de gastos según ley: Cuando la entidad oferente sólo acepta pagar los gastos en los que incurrirá con la compra, teniendo que pagar los potenciales vendedores los gastos de la venta.
 - b) OPA con gastos a cargo de la sociedad o sociedades oferentes: Cuando la entidad oferente se compromete a pagar todos los gastos dimanantes de la operación, tanto los de compra como los de venta.
12. *Según la voluntariedad de la oferta:*
- a) OPA Voluntaria: Cuando la entidad oferente lanza la OPA por su propia voluntad. En este caso, deberá también ser autorizada por la CNMV y dirigirse a todos los titulares de valores objeto de la oferta.
 - b) OPA Obligatoria según ley: Cuando la entidad oferente se ve obligada por imperativo legal a lanzar una oferta sobre determinados valores. (Unidad Editorial Información Económica S.L., 2015)

Dentro de la descripción de los diferentes tipos de OPAS, las que más se conocen, por su clasificación sustancial son las OPAS Hostiles y Amistosas; según la finalidad de la operación con objetivo de toma de control, de exclusión de cotización y con objetivo de fusión; y de acuerdo a la normativa so las OPAS obligatorias y voluntarias.

3.4.1 OPAS hostiles y amistosas

Las OPAS amistosas se presentan cuando existe un acuerdo tácito o expreso sobre el precio y las condiciones de la operación, entre el oferente y la entidad afectada, representada por sus administradores. Generalmente este tipo de operaciones son beneficiosas en su negociación para las partes que intervienen. Las OPAS hostiles se presentan cuando surge conflicto de intereses, en donde el oferente quiera adquirir mayor participación accionarial y la entidad afectada quiera mantener su prima de control alta.

Es posible distinguir las OPAs hostiles de las OPAs amistosas; atendiendo a la existencia o no de un conflicto entre los intereses del oferente y de la sociedad afectada, de sus administradores o de sus accionistas. Esta distinción tiene sentido ante las OPAs formuladas por un oferente que pretenda adquirir el control de una sociedad cotizada; pero no ante OPAs con finalidades diversas a las que más abajo nos referimos (por ejemplo, OPAs de exclusión de la negociación).

A tal efecto, es posible diferenciar tres tipos de intereses en las sociedades cotizadas:

1. El interés social, como interés común de los socios, que se corresponde generalmente con los proyectos productivos a medio o largo plazo en que está comprometida la sociedad.
2. El interés de los administradores, que puede coincidir con el anterior, pero que tiende a anticipar al mismo el interés por la perpetuación en sus cargos de gestión. La tendencia de este interés específico de los gestores a devenir autónomo, no sólo respecto a los propietarios de la empresa (los accionistas), sino incluso con referencia a la eficiencia de la empresa en si misma considerada, encuentra su fundamento en el movimiento que ha sido denominado como la "revolución de los managers".
3. El interés de los accionistas que adquiere matices radicalmente diversos según se trate de los accionistas de control (que designan a los gestores y cuyas acciones tienen un doble valor, político y de inversión económica) o de los accionistas inversores, absentistas o externos (que, lejos de cualquier pretensión de dominio, valoran sus acciones como una mera inversión desactivada de poder político en la sociedad). (Tapia Hermida, 2008)

El interés de los accionistas y administrados pueden coincidir o diferir, ya que se confunden los intereses sociales con los particulares. Como menciona Alberto Tapia, por regla general hay una tendencia de los accionistas y administradores de control en calificar toda OPA de hostil y se crean medidas defensivas. Sin embargo el accionista inversor, lo que identifica únicamente es formular una OPA con precios atractivos y no su conveniencia a una valoración de control.

3.4.2. OPAS voluntarias y obligatorias

La finalidad primordial de la OPA es la igualdad de derechos y beneficios de los accionistas controladores y minoritarios sobre la prima de control, con principal cuidado a estos últimos. Por tanto la regulación lo que busca es la obligatoriedad de formular una OPA al oferente que busque mediante la adquisición el control de la sociedad afectada, sin embargo está deberá incluir la alternativa de adopción voluntaria al procedimiento regulatorio.

3.4.2.1 OPA voluntaria

El procedimiento regulatorio para este tipo de OPAS es opcional, y podrán formularse por un número de acciones menor al total, siempre en condiciones de precios justos y el oferente puede establecer condiciones.

3.4.2.2 OPA obligatoria

Corresponde a la adquisición de acciones significativa, que permitan al oferente la toma de control de la sociedad afectada que cotiza en bolsa de valores.

3.5 Regulación de la OPA en el Ecuador.

La Oferta Pública de Acciones es un instrumento de negociación que el mercado de valores Ecuatoriano, fue incluida el 12 de marzo del 2014 en la reforma a la LOFOSSB; con el objeto básico de transparentar las negociaciones de compra venta de acciones a precios justos y con la intención clara de protección al inversionista minoritario.

El presente Capítulo agregado por Ley No. 0, publicada en Registro Oficial Suplemento No. 249 del 20 de Mayo del 2014, es el que se describe a continuación:

Capítulo II OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

Art. - Concepto.- Es la oferta pública efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones, o ambas, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar su toma de control.

Para la aplicación de lo previsto en este Título, se entenderá como toma de control a la capacidad de dirigir las actividades de determinada sociedad, ya sea directa e indirectamente, a través de la posesión o representación en el capital de la misma.

Cuando en este Título se haga referencia a acciones como objeto de la oferta pública, se entenderá también a obligaciones convertibles en acciones.

Las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones quedarán sujetas, en relación con esas ofertas, a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías y Valores.

Art. - Ofertas públicas obligatorias de adquisición de acciones.- Deben someterse al procedimiento de oferta pública contemplado en este Título, las adquisiciones de acciones u obligaciones convertibles en acciones que permitan

tomar el control de una sociedad, en un solo acto o en actos sucesivos, o que permitan a una persona o grupo de personas adquirir directa o indirectamente una participación significativa de las acciones con derecho a voto en una determinada compañía.

La participación significativa es aquella que permite por sí sola la toma de decisiones en la administración de la compañía.

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera regulará otros casos que deben someterse a oferta pública obligatoria de adquisición de acciones, entre las cuales constará la oferta pública de adquisición (OPA), de acciones por exclusión de negociación.

Art. - Limitación de negociaciones.- Si dentro del plazo de treinta días anteriores a la vigencia de la oferta, el oferente directa o indirectamente, hubiera adquirido las mismas acciones comprendidas en la oferta, en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en ésta, los accionistas que le hubieren vendido antes de la oferta pública de adquisición, tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate.

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir acciones objeto de la oferta, sino a través del procedimiento establecido en este Título.

Art. - Obligación de información.- El órgano de control autorizará la OPA una vez cumplidos los requisitos establecidos en esta Ley. En todo caso se deberá contar con el pronunciamiento previo favorable del órgano de control del poder de mercado.

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, mediante norma de carácter general, establecerá el procedimiento para la autorización de una OPA, su desarrollo, culminación, mecanismo de transferencia de las acciones, y normas conexas.

En el caso de que el órgano de control detecte que no se cumplieron las disposiciones relativas a la oferta pública de adquisición, o que en ella se hayan transgredido disposiciones de esta Ley y demás normas complementarias, dispondrá la suspensión o cancelación de la misma.

Art. - Ofertas competidoras.- Durante la vigencia de una oferta pública de adquisición de acciones, podrán presentarse otras ofertas públicas de adquisición de acciones respecto de las mismas acciones a que se refieren las disposiciones anteriores.

Estas ofertas públicas de adquisición de acciones se registrarán por las normas de este Título y aquellas que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Art. - Restricciones y obligaciones para las compañías cuyas acciones son objeto de ofertas públicas de adquisición.- Como resultado del anuncio de una oferta pública de adquisición de acciones, tanto la sociedad cuyas acciones son objeto de la misma, como los miembros de su directorio, representantes legales, apoderados y altos ejecutivos con capacidad de toma de decisiones en la empresa, según corresponda, no podrán, durante toda la vigencia de dicha oferta, adquirir

esas acciones o resolver la creación de sociedades filiales, fusiones, escisiones y otras actividades que mediante regulación determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Art. - Irrevocabilidad.- Las ofertas públicas de adquisición en acciones serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, la persona natural o jurídica que efectúe la oferta pública de adquisición de acciones podrá contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las que se incluirán en forma clara y destacada tanto en el aviso como en la circular de oferta pública de adquisición, definidos en la Ley y en las disposiciones que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Sin perjuicio de lo expuesto, las ofertas públicas de adquisición sólo podrán modificarse durante su vigencia para mejorar el precio ofrecido o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. Cualquier incremento en el precio favorecerá también a quienes hubieren aceptado la oferta de adquisición en su precio inicial.

Art. - De la garantía.- Deberá constituirse una garantía por un porcentaje del monto total de la oferta, que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, mediante norma de carácter general, la misma que puede consistir en dinero o en valores emitidos o por emitirse. Esta garantía quedará en custodia de una institución financiera o de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.

Art. - De las excepciones.- No procederá una oferta pública de adquisición de forma obligatoria en los siguientes casos:

1. Por el ejercicio del derecho de preferencia;
2. La adquisición por oferta pública primaria;
3. Por efecto de un contrato de prenda, si el acreedor es una institución del sistema financiero;
4. Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital por capitalización de cuentas patrimoniales;
5. Las que provengan de casos de fusión;
6. Las adquisiciones por causa de muerte;
7. Las enajenaciones forzadas;
8. Las acciones u obligaciones convertibles en acciones registrados en el Registro Especial Bursátil REB; y,
9. En otros casos que establezca la Junta de Regulación mediante norma de carácter general.

Art. - Prohibiciones.-

1. No podrán ser destinatarios de la OPA las sociedades o personas que pertenezcan al mismo grupo económico del ofertante;
2. El oferente no podrá disponer o realizar operaciones con valores de la compañía cuyas acciones se pretende adquirir, durante la vigencia de la OPA;
3. Los intermediarios autorizados deberán abstenerse de participar en operaciones que se realicen con infracción a las normas de las OPA; y,

4. La compañía cuyas acciones se pretenden adquirir, deberá abstenerse durante la vigencia de la OPA de realizar cualquier acto fuera del giro de su negocio, cuya consecuencia sea afectar el desarrollo y éxito de la OPA (Registro Oficial, 2014).

De acuerdo a lo visto en esta tesis, realizo comentarios y enuncio ciertos conceptos y normativa relacionada que menciona el capítulo introducido a la Ley de Mercado de Valores descrito.

El capítulo introducido en la ley, menciona de forma elemental la base para la formulación de OPA, siendo considerado el sistema de una OPA a priori; que como se indicó anteriormente corresponde en primera instancia a la formulación de la OPA obligatoria previo a la toma de control del oferente de una sociedad afectada con participación significativa. Lo que se contrapone con la OPA a posteriori que tiene como causa la adquisición del control de la sociedad afectada sea por participación de derechos de voto o por designación mayoritaria de los administradores con un porcentaje determinado, descrito en el Real Decreto 1066/2007, de fecha 27 de julio emitido en España, que corresponde a la adaptación final de la normativa comunitaria.

La normativa comunitaria es como su Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente del Gobierno de España menciona, a pertenencia de España a la Unión Europea que dota de un marco normativo amplio en temas de protección y conservación.

El Derecho de la Unión Europea (anteriormente conocido como Derecho comunitario o de las Comunidades Europeas) es el conjunto de normas y principios que determinan el funcionamiento, corporación y competencias de la Unión Europea. Se caracteriza por tratarse de un orden jurídico sui generis, diferenciado del Derecho internacional así como del orden jurídico interno de los países miembros. Su mecánica se engloba bajo una categoría propia denominada sistema comunitario o comunitarismo. (Wikipedia.org, 2015)

Como se indicó, en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el Artículo 7, Sección III, Capítulo II, Subtítulo I, Título III establece que el aviso de toma de control se efectuará en base al Artículo 36 de la LMV, sin embargo este fue derogado, artículo que no ha modificado dentro de esta normativa.

La adquisición de acciones, pueden ser no sólo las acciones secundarias, sino también las obligaciones convertibles en acciones que corresponden a lo descrito en el Art. 171 del TITULO XVII, que menciona:

Art. 171.- De las obligaciones convertibles.- Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones. Los accionistas tendrán derecho de preferencia de conformidad con la Ley de Compañías, para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan. En caso de no ejercerlo, no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Para segundas y ulteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones se respetará el derecho de preferencia de los accionistas y el derecho de los tenedores de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014).

El articulado indica que “La participación significativa es aquella que permite por sí sola la toma de decisiones en la administración de la compañía” (CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014), y no la determinación de un porcentaje base, como se indica en la normativa española del 30%; que para el caso de Ecuador sería apropiado por el capital concentrado que tiene el país por la composición accionaria que tienen las compañías y su mayor porcentaje que son familiares; las cuales tienen un temor abrir sus capitales por la sensación de pérdida de poder y control.

Se otorga al poder a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, como órgano regulador para ese sistema de OPAS, el cual “mediante norma de carácter general establecerá el procedimiento para la autorización de una OPA, su desarrollo, culminación, mecanismo de transferencia de las acciones, y normas conexas” (CODIGO

ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES, 2014); sin embargo hasta la fecha de culminación de esta tesis, no se ha emitido ninguna norma suplementaria para el tratamiento de la OPA.

Dentro de la limitación de negociaciones claramente podemos evidenciar la aplicación de una OPA a priori y parcial.

Las sociedades o personas que pertenezcan a un mismo grupo económico del ofertante, no podrán ser destinatarios de la OPA; llámese grupo económico a:

Art. 5.- Grupos económicos.- Para fines tributarios, se entenderá como grupo económico al conjunto de partes, conformado por personas naturales y sociedades, tanto nacionales como extranjeras, donde una o varias de ellas posean directa indirectamente 40% o más de la participación accionaria en otras sociedades.

El Servicio de Rentas Internas podrá considerar otros factores de relación entre las partes que conforman los grupos económicos, respecto a la dirección, administración y relación comercial; de ser el caso se emitirá una Resolución sobre el mecanismo de aplicación de estos criterios. (Servicios de Rentas Internas SRI, 2014)

Con relación al segundo párrafo del artículo en donde se puede considerar dentro del grupo económico la influencia significativa respecto a la dirección, administración y relación comercial, también se debe considerar el Artículo 4, del mismo reglamento que indica:

Art. 4.- Partes relacionadas.- Con el objeto de establecer partes relacionadas, a más de las referidas en la Ley, la Administración Tributaria con el fin de establecer algún tipo de vinculación por porcentaje de capital o proporción de transacciones, tomará en cuenta, entre otros, los siguientes casos:

1. Cuando una persona natural o sociedad sea titular directa o indirectamente del 25% o más del capital social o de fondos propios en otra sociedad.
2. Las sociedades en las cuales los mismos socios, accionistas o sus cónyuges, o sus parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad, participen directa o indirectamente en al menos el 25% del capital social o de los fondos propios o mantengan transacciones comerciales, presten servicios o estén en relación de dependencia.
3. Cuando una persona natural o sociedad sea titular directa o indirectamente del 25% o más del capital social o de los fondos propios en dos o más sociedades.

4. Cuando una persona natural o sociedad, domiciliada o no en el Ecuador, realice el 50% o más de sus ventas o compras de bienes, servicios u otro tipo de operaciones, con una persona natural o sociedad, domiciliada o no en el país. Para la consideración de partes relacionadas bajo este numeral, la Administración Tributaria deberá notificar al sujeto pasivo, el cual, de ser el caso, podrá demostrar que no existe relacionamiento por dirección, administración, control o capital. (Servicios de Rentas Internas SRI, 2014)

Así mismo la Superintendencia de Bancos y Seguros, para las entidades del sector financiero en el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro I, Sección 6, Capítulo 3 Disposiciones comunes para el sistema financiero nacional, Título II sistema financiero nacional, incluye:

Art. 216.- Personas vinculadas. Se considerarán personas vinculadas a la propiedad o administración de la entidad financiera pública o privada, las siguientes:

1. Las personas naturales o jurídicas que posean, directa o indirectamente, el menor valor de entre los siguientes literales:
 - a. El 1% o más del capital suscrito y pagado de la entidad financiera; o,
 - b. Capital suscrito y pagado de la entidad financiera por un monto mayor o igual a cien fracciones básicas exentas del impuesto a la renta.
2. Las personas con propiedad patrimonial con influencia de una entidad subsidiaria o afiliada perteneciente a un grupo financiero;
3. Las personas jurídicas en las cuales los administradores o funcionarios que aprueban operaciones de crédito de una entidad financiera posean directa o indirectamente más del 3% del capital de dichas sociedades;
4. Los cónyuges, los convivientes o los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad y los parientes hasta el primer grado de afinidad de los accionistas que sean personas con propiedad patrimonial con influencia y de los administradores de una entidad financiera;
5. Los parientes en tercer y cuarto grado de consanguinidad y los parientes del segundo grado de afinidad de los accionistas con más del 12% del paquete accionario y de los administradores de una entidad financiera;
6. Los cónyuges, los convivientes o los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad de los funcionarios de una entidad financiera que aprueban operaciones de crédito; y,
7. Las personas jurídicas en las que los cónyuges, los convivientes, los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad de los administradores o de los funcionarios que aprueban operaciones de crédito de una entidad financiera, posean acciones por un 3% o más del capital de dichas sociedades (Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro I, 2014).

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, no contiene disposición específica sobre los requerimientos que el oferente debe considerar en la preparación del prospecto de la oferta pública de adquisición; para las tomas de control y la OPA figura recientemente aplicada se ha dado cumplimiento en base al Art. 5 y 4, Capítulo II, Subtítulo I, Título III, que enuncia la aplicación:

Art. 5.- Oferta pública secundaria.- La oferta pública secundaria de acciones no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, se sujetará al proceso previo de registro, para lo que se presentará copia certificada del acta de junta general de accionistas, en la que se decidió la inscripción de las acciones y del correspondiente prospecto informativo. El contenido del mismo, será el establecido para el prospecto de oferta pública, para aumentos de capital vía suscripción pública de acciones, en lo que fuere aplicable (Consejo Nacional de Valores, 2015).

Con lo expuesto sobre el contenido de la regulación sobre OPAS en el Ecuador y como se indicó, al no contar con norma suplementaria para el tratamiento de este sistema, mediante el análisis comparativo de normativa con otros países, se propondrá a mi criterio personal los procedimientos a seguirse en base a este estudio.

3.6 Análisis comparativo de la legislación de la OPA con los países de Colombia, Chile, Perú y España.

A continuación se describen las normas contenidas en la ley de mercado de valores de cada país, con la finalidad de asociar con la normativa ecuatoriana.

3.6.1 Colombia - Resolución Número 1941 de 2006

Tabla 7. Comparativo Colombia – Ecuador

<i>SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA</i>	<i>ECUADOR</i>
<u>SECCIÓN II</u>	
<u>OFERTA DE ADQUISICIÓN</u>	
Art. 1.2.5.6- Obligatoriedad de adquirir a través de una Oferta pública de adquisición	
Toda persona o grupo de personas que conformen un mismo beneficiario real, directamente o por interpuesta persona, sólo podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, adquiriendo los valores con las cuales se llegue a dicho porcentaje a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en la presente resolución.	X Participación significativa, no determina umbral
De igual forma, toda persona o grupo de personas que sea beneficiario real de una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de la sociedad, sólo podrá incrementar dicha participación en un porcentaje superior al cinco por ciento (5%), a través de una oferta pública de adquisición conforme a lo establecido en la presente resolución.	X
Parágrafo Primero.- Cuando se adelante una oferta pública de adquisición, la misma deberá realizarse sobre un número de valores que represente como mínimo el cinco por ciento (5%) del capital con derecho a voto de la sociedad	X
Parágrafo Segundo.- Para efectos de la presente resolución se entiende por capital con derecho a voto el conformado por acciones en circulación con derecho a voto, valores convertibles en acciones con derecho a voto o que den derecho a su suscripción, valores o derechos cuyo subyacente sean acciones con derecho a voto y títulos representativos de acciones con derecho a voto.	X
Para la determinación de los porcentajes señalados en este artículo, se tendrá en cuenta el número de acciones con derecho a voto a que tendría derecho el titular de los valores, si se convirtieran en ese momento en acciones con derecho a voto.	X

Artículo 1.2.5.7.- Eventos en que no se debe realizar la oferta pública de adquisición. No se efectuará una oferta pública de adquisición en los siguientes eventos:

1. Cuando medie aceptación expresa y por escrito del cien por ciento (100%) de los tenedores del capital con derecho a voto de la sociedad cuyas acciones se van a adquirir, en el sentido de que la operación de venta o intercambio de los valores se realice directamente entre el adquirente o adquirentes y enajenante o enajenantes interesados. ✓
2. Cuando la calidad de beneficiario real se obtenga mediante la participación en una oferta que se realice a través de martillo en bolsa de valores o que se haga a raíz de un proceso de privatización. X
3. Cuando la sociedad readquiera sus propias acciones Obligaciones convertibles en acciones
4. Cuando la sociedad emita capital con derecho a voto. ✓
5. Cuando se capitalicen acreencias. ✓
6. Cuando la persona se convierta en beneficiario real del capital con derecho a voto de la sociedad, en virtud de cualquiera de los siguientes actos: X
 - a) Donación
 - b) Adjudicación por Sucesión
 - c) Adjudicación por Orden judicial
 - d) Adjudicación por liquidación de persona jurídica
 - e) Adjudicación por liquidación de sociedad conyugal
 - f) Dación en pago, siempre y cuando verse sobre obligaciones que hayan nacido con por lo menos un año de anticipación, las mismas se encuentren vencidas y se acredite ante la Superintendencia Financiera de Colombia la incapacidad del deudor para cumplir con tales obligaciones en los términos inicialmente convenidos.

Parágrafo.-Para los eventos descritos en el presente artículo, se deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, de conformidad con las disposiciones sobre información relevante, la afectación de la posición de beneficiario real como resultado de los actos o hechos mencionados en el presente artículo, sin perjuicio de la información que se deba reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia para la realización de los mismos X

Artículo 1.2.5.8.- Destinatarios de la Oferta Pública de Adquisición.

La oferta pública de adquisición debe dirigirse a todos los titulares de los valores señalados en el parágrafo segundo del artículo 1.2.5.6. de la presente resolución. X

Artículo 1.2.5.9.- Carácter irrevocable de la Oferta Pública de Adquisición.

Las ofertas públicas de adquisición son irrevocables, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento, o cesación de efectos, salvo lo previsto en la presente resolución

✓

Artículo 1.2.5.10.- Autorización

De forma previa a la realización de la oferta pública de adquisición, el oferente deberá solicitar la autorización de la operación a la Superintendencia Financiera de Colombia, anexando los siguientes documentos:

X
No existe disposición expedida

1. Cuadernillo de oferta, en los términos establecidos en la presente resolución.
2. Proyecto de aviso de oferta, con el cumplimiento de los requisitos establecidos para el mismo en la presente resolución
3. Autorizaciones de los órganos competentes del oferente, requeridas para realizar la operación, si es del caso
4. Cuando se trate de una persona jurídica, certificado de existencia y representación legal del oferente, con una antigüedad no superior a tres (3) meses o, en el caso de personas jurídicas extranjeras, el documento equivalente.
5. En el evento que se trate de negociaciones sometidas a alguna autorización o concepto de una autoridad administrativa, incluyendo el pronunciamiento de la Superintendencia de Industria y Comercio sobre el proyecto de adquisición, de acuerdo con la normatividad sobre prácticas comerciales restrictivas, copia del documento mediante el cual se solicitó dicha autorización o concepto y, cuando sea el caso, copia de la escritura pública mediante la cual se formalizó el acaecimiento del silencio administrativo positivo, conforme a los artículos 41 y 42 del Código Contencioso Administrativo
6. Manifestación del oferente sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de oferta, bajo la gravedad del juramento, el cual se considerará prestado por la presentación de la solicitud de autorización
7. Los demás que la Superintendencia Financiera de Colombia considere pertinente solicitar para verificar el cumplimiento de los cometidos establecidos en la ley

La Superintendencia Financiera de Colombia tendrá un plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha de radicación de los documentos de que trata el presente artículo, para efectuar las observaciones que considere pertinentes. La publicación del aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días siguientes a aquél en que venza el plazo referido, siempre y cuando la Superintendencia no hubiere formulado objeciones. En el evento en que se formulen objeciones el término para la publicación del aviso deberá contarse a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su conformidad con la información, datos y aclaraciones que al respecto haya solicitado.

Parágrafo Primero.-Cuando para la realización de la oferta pública de adquisición exista un preacuerdo, se deberá cumplir con las normas sobre sanos usos y prácticas y se deberá enviar copia del contrato celebrado o, si éste no consta por escrito, un documento que describa con precisión todo lo acordado.

El preacuerdo no podrá contener cláusulas que contraríen las disposiciones de la presente resolución, incluyendo aquellas que impidan, obstaculicen o hagan más gravosa la participación de los accionistas de la sociedad afectada en ofertas competidoras

Parágrafo Segundo.-Una vez el oferente radique en la Superintendencia Financiera de Colombia la información sobre la oferta pública de adquisición, esta entidad comunicará tal hecho a la bolsa de valores para que suspenda la cotización bursátil de los títulos objeto de la oferta. Dicha suspensión quedará sin efecto el día hábil siguiente a la fecha de publicación del aviso de oferta.

Art. 1.2.5.11.- Comunicación de la Oferta Pública de Adquisición y Plazo para la aceptación

X

El oferente deberá publicar el aviso de oferta pública de adquisición por lo menos tres (3) veces, con intervalos no mayores de cinco (5) días comunes, en forma destacada en las páginas económicas de un diario de amplia circulación nacional. La publicación del aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días comunes contados a partir de la fecha en que la Superintendencia Financiera de Colombia haya autorizado la oferta o de la fecha en que venza el plazo para la formulación de las observaciones, sin que las mismas hayan sido formuladas. Así mismo, el aviso deberá publicarse diariamente en el boletín oficial de la bolsa de valores hasta el día en que finalice la etapa de recepción de aceptaciones.

La fecha en la cual se inicie el plazo para la recepción de las aceptaciones no deberá ser inferior a cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha en que se publique el primer aviso de oferta.

El plazo para la aceptación de la oferta pública de adquisición será determinado por el oferente. Este plazo no podrá ser inferior a diez (10) días hábiles, ni superior a treinta (30) días hábiles, contados a partir de la fecha en la cual se inicie el plazo para la recepción de las aceptaciones.

El oferente podrá prorrogar el plazo inicialmente establecido para la aceptación de la oferta, por una sola vez, y con antelación de al menos tres (3) días hábiles al vencimiento del plazo inicial, previa información a la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre que el plazo inicial y su prórroga no superen el plazo máximo señalado en este artículo y las garantías otorgadas amparen el cumplimiento de la obligación del oferente por el plazo adicional. La prórroga se deberá comunicar a los interesados mediante aviso publicado en el mismo medio en el que se publicó el aviso de oferta inicial.

Art. 1.2.5.12.- Contraprestación de los valores objeto de Oferta Pública de Adquisición

X

El pago de los valores que se ofrece comprar podrá ser realizado en moneda legal colombiana, en divisas, de conformidad con lo previsto en el régimen cambiario, o en valores.

Cuando la realización de la oferta pública de adquisición obedezca a lo establecido en los artículos 1.2.5.26. y 1.2.5.27. de la presente resolución, la contraprestación sólo podrá ser en dinero. .

Art. 1.2.5.13.- Valores admitidos como contraprestación.

Cuando la contraprestación consista en valores, éstos deberán estar inscritos en una bolsa de valores de Colombia o cotizar en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En el evento en que los valores ofrecidos como contraprestación coticen en varias bolsas internacionales, el oferente deberá determinar una bolsa de referencia.

Los valores que pueden servir de contraprestación son

1. Acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones.
2. Títulos de deuda emitidos o garantizados por la Nación.
3. Títulos de deuda emitidos o garantizados por gobierno extranjero.
4. Títulos de deuda emitidos por organismo multilateral.

Cuando los valores ofrecidos como contraprestación hayan sido emitidos en el extranjero deberán estar inscritos en una bolsa de valores internacionalmente reconocida, a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia. Tratándose de títulos de deuda diferentes de los emitidos o garantizados por la Nación deberá, además, acreditarse que el emisor o la emisión han obtenido calificación de una sociedad calificadora de riesgo, reconocida internacionalmente a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Parágrafo Primero.-Quien formule una oferta pública de adquisición en la que la contraprestación sean valores, deberá ofrecer pagar en dinero mínimo el treinta por ciento (30%) de las acciones que pretende comprar. Dicho treinta por ciento (30%) se destinará para el pago de las adjudicaciones de menor monto hasta agotarlo.

Parágrafo Segundo.-Cuando la contraprestación consista en capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en una bolsa de valores colombiana, los destinatarios de la oferta sólo podrán aceptarla respecto de un número de valores que implique que su posición de beneficiario real frente a dicha sociedad equivaldría a menos del veinticinco por ciento (25%) del capital con derecho a voto de dicha sociedad, o, de poseer una participación igual o superior al veinticinco por ciento (25%), hasta por un porcentaje menor al cinco por ciento (5%).

Parágrafo Tercero.-El oferente deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores en que se encuentren inscritos los valores objeto de oferta pública, para su divulgación, a partir del momento en que se publique el aviso de oferta, la cotización diaria que registren los valores que servirán como fuente de pago en las bolsas internacionales respectivas.

Así mismo deberá comunicar, respecto del emisor de dichos valores, cualquier hecho relevante que sea de su conocimiento, de conformidad con las disposiciones vigentes sobre información relevante.

Art. 1.2.5.14.- Precio de los valores objeto de Oferta Pública de Adquisición.

Salvo lo previsto en el parágrafo primero del presente artículo, el precio de los valores objeto de oferta pública de adquisición será determinado por el oferente, para lo cual deberá observar lo siguiente:

1. Si el oferente ha realizado adquisiciones del valor en los tres (3) últimos meses, contados a partir de la presentación de la solicitud en la Superintendencia Financiera de Colombia, el precio no podrá ser inferior al más alto que hubiere pagado.
2. En el evento en que exista preacuerdo para la oferta, el precio no podrá ser inferior al mayor fijado en dicho preacuerdo.

✓

X

X

Parágrafo Primero.-En los supuestos previstos en los artículos 1.2.5.26 y 1.2.5.27. de la presente resolución, el precio deberá ser determinado por una entidad evaluadora independiente cuya idoneidad e independencia serán calificadas previamente y en cada oportunidad por la Superintendencia Financiera de Colombia

En todo caso, en el supuesto del artículo 1.2.5.26. de la presente resolución, el precio no podrá ser inferior al monto establecido para los valores en la respectiva operación de fusión.

El costo del avalúo estará a cargo del oferente, en el caso del artículo 1.2.5.26. de la presente resolución, y a cargo de la sociedad emisora, en el caso del artículo 1.2.5.27. de la presente resolución.

Parágrafo Segundo.-Cuando el capital con derecho a voto esté conformado por distintos tipos de valores, el oferente podrá determinar precios diferentes para cada instrumento y realizar ofertas separadas, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 1.2.5.8. de la presente resolución. En todo caso, la determinación del precio deberá guardar relación de equivalencia y respetar lo establecido en la presente resolución.

Parágrafo Tercero.-Cuando la contraprestación sea en valores, la determinación de su importe deberá realizarse de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente

Art. 1.2.5.15.- Garantías de la Oferta Pública de Adquisición

De forma previa a la formulación de la oferta, el oferente deberá acreditar ante la bolsa de valores la constitución de la garantía que asegure el pleno cumplimiento de las obligaciones resultantes de la misma, de conformidad con la reglamentación que para el efecto ésta establezca.

✓

La bolsa de valores deberá hacer pública la acreditación de las garantías e informar a la Superintendencia Financiera de Colombia en el momento de su constitución.

Cuando la contraprestación sea en dinero, la garantía podrá ser:

1. Depósito en moneda legal colombiana en un establecimiento bancario legalmente autorizado para funcionar en Colombia, cuyo titular sea la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición. ✓
2. Garantía bancaria o carta de crédito stand-by, cuyo beneficiario sea la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición, expedida por un banco o extranjero, con una calificación no inferior a la de la deuda soberana externa de Colombia y pagaderas a su primer requerimiento. X
3. Póliza de seguro emitida por compañía de seguros legalmente autorizada para funcionar en Colombia, en la cual sea designado como beneficiario la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición X
4. Títulos de deuda emitidos o garantizados por la Nación, los cuales deberán ser entregados en garantía a la bolsa de valores por cuyo conducto se realiza la oferta pública de adquisición X
5. Cesión a la bolsa de valores de derechos en fondos o carteras colectivas

Cuando la contraprestación consista en valores, deberá acreditarse que los mismos se encuentran libres de gravámenes, su disponibilidad y su afectación al resultado de la oferta, mediante su entrega en custodia u otro medio que garantice tal disponibilidad.

Art. 1.2.5.16.- Contenido del aviso de oferta pública de adquisición

X

El aviso de oferta deberá contener como mínimo:

1. Identificación del oferente.
2. Número mínimo y máximo de valores que se propone adquirir.

La diferencia entre el número máximo y mínimo debe ser igual o superior al veinte por ciento (20%) del referido número máximo.

Lo anterior no obsta para que el oferente pueda establecer un número mínimo de valores superior al ochenta por ciento (80%) del capital con derecho a voto de la sociedad afectada, pudiendo alcanzar tal mínimo inclusive el cien por ciento (100%) de dicho capital. Cuando el número mínimo sea superior al ochenta por ciento (80%) pero inferior al cien por ciento (100%) del capital con derecho a voto, el número máximo será de cien por ciento (100%).

3. Porcentaje del capital con derecho a voto del cual es beneficiario real el oferente
4. Contraprestación ofrecida por los valores

Cuando la contraprestación consista en valores, se deberá especificar

- a) Emisor
- b) Clase de valor
- c) Bolsas de valores en que se encuentra inscrito y de ser del caso, bolsa de referencia.

5. Precio al cual se ofrece comprar. Cuando la contraprestación consista en valores, el importe y proporción en que se entregarán los valores.
6. Plazo de liquidación, modalidad de pago y garantías. La modalidad de pago podrá ser de contado o a plazo, siguiendo los lineamientos bursátiles
7. Nombre de la sociedad o sociedades comisionistas por cuyo conducto se realizará la oferta
8. Fecha y hora de inicio y de finalización para la presentación de las aceptaciones a la oferta.
9. Bolsa de valores en la cual se realizará la operación.
10. Indicación de la existencia o no de preacuerdos para la realización de la operación, con indicación de la parte del cuadernillo en la cual se da información sobre los mismos.
11. La mención a que el cuadernillo de oferta se encuentra disponible en la Superintendencia Financiera de Colombia, en las oficinas del oferente, en las oficinas de las sociedades comisionistas por cuyo conducto se realiza la oferta, y en las bolsas de valores donde están inscritos los valores.
12. Información sobre las autorizaciones de que fue objeto la oferta

Art. 1.2.5.17.- Cuadernillo de Oferta adquisición

El oferente deberá elaborar un Cuadernillo de Oferta, cuyo contenido será como mínimo el siguiente:

1. Identificación de la sociedad afectada y datos del oferente

- a) Denominación y domicilio de la sociedad afectada
- b) Nombre y domicilio del oferente o, cuando sea una persona jurídica, razón social, domicilio y objeto social.
- c) Personas que hagan parte de una situación de subordinación o formen un grupo empresarial con el oferente, indicando la estructura correspondiente
- d) Personas responsables de la información del cuadernillo
- e) Relación de los valores de la sociedad afectada de que son titulares directa o indirectamente el oferente, las personas que hagan parte de una situación de subordinación o de grupo empresarial con el oferente, otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él y miembros de los órganos de administración; derechos de voto correspondientes a los valores; y fecha y precio de los valores de la sociedad afectada adquiridos en los últimos doce (12) meses
- f) Eventuales acuerdos, expresos o no, entre el oferente y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, ventajas específicas que el oferente haya reservado a dichos miembros y, de darse cualquiera de las anteriores circunstancias, referencia a los valores de la sociedad oferente poseídos por dichos miembros
- g) Información sobre los preacuerdos celebrados para la realización de la operación. Se debe incluir copia de los preacuerdos suscritos o, si éstos no constan por escrito, una descripción precisa de todo lo acordado
- h) Manifestación del oferente, bajo la gravedad del juramento, el cual se considerará prestado por la simple presentación de la solicitud de autorización ante la Superintendencia Financiera de Colombia, sobre la inexistencia de acuerdos relacionados con la operación, diferentes a los contenidos en el cuadernillo de oferta
- i) Información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente, incluyendo los estados financieros del último ejercicio y el dictamen del revisor fiscal o informes de auditoría en relación con ellos. Cuando el oferente haga parte de una situación de subordinación o forme parte de un grupo empresarial, la citada información deberá referirse, no sólo al oferente, sino también a las demás personas correspondientes, incluyendo los estados financieros consolidados.
- j) Finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Se incluirán, en su caso, eventuales planes relativos a la utilización de los activos de dicha sociedad, a los órganos de administración y a modificaciones a los estatutos de la misma, así como las iniciativas con respecto a la cotización de sus títulos.

2. Datos de la oferta:

- a) Valores que comprende.
- b) Contraprestación ofrecida, señalando el precio ofrecido
- c) Cuando la contraprestación consista en valores emitidos por una entidad distinta de la oferente, se incluirá en el cuadernillo de oferta

- i. La información financiera de la sociedad emisora de los valores que se ofrecen como pago, que hubiese sido suministrada a las bolsas de valores en que se coticen durante los doce (12) meses anteriores.
- ii. Naturaleza y características de los valores que se ofrecen como pago y el importe y proporción a los cuales se entregarán
- iii. Derechos y obligaciones que incorporen los valores, con expresa referencia a las condiciones y a la fecha a partir de la cual dan derecho a participar en beneficios, así como mención expresa de si gozan o no de derecho de voto
- iv. Cuando se ofrezca como pago valores emitidos por entidades extranjeras organismos multilaterales deberá indicarse los derechos que confiere el título, así como una descripción del régimen jurídico que les es aplicable, informando la ley sustancial aplicable y los tribunales competentes para el ejercicio de cualquier acción legal o procedimiento relativo al cumplimiento y ejecución forzosa de las obligaciones que de ellos se originen

Así mismo, deberá incluirse una descripción sucinta del régimen fiscal aplicable a los valores, así como del régimen cambiario y de inversiones internacionales del respectivo país.

Cuando se trate acciones, valores convertibles en acciones o que den derecho a su suscripción, valores cuyo subyacente sean acciones o títulos representativos de acciones, que coticen en bolsas de valores internacionales deberá indicarse, en caso de existir, las diferencias que presenten en relación con los derechos que otorgan los valores correspondientes emitidos por sociedades colombianas

- v. Cuando se ofrezca como pago títulos de deuda emitidos o garantizados por gobierno extranjero u organismo multilateral, calificación, con una síntesis del concepto emitido por la sociedad calificadora de valores para asignar la calificación al emisor o a la emisión, según sea el caso.
 - vi. Metodología de valoración, de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente
 - vii. Bolsas de valores en que se encuentren inscritos los valores. De tratarse de valores que coticen en varias bolsas, además deberá indicarse la bolsa que se toma como referencia.
 - viii. La cotización promedio y al cierre de los últimos doce (12) meses anteriores, de los valores ofrecidos, en cada una de las bolsas en que se negocien; el volumen transado en dicho período, así como los demás indicadores bursátiles que resulten relevantes para los inversionistas.
 - ix. Un resumen de los hechos objeto de información relevante que, respecto del emisor de los valores ofrecidos como pago, se hubieren presentado en los últimos doce (12) meses
 - x. Una certificación en donde conste que sobre los valores que se ofrecen como no existe ningún gravamen o limitación del dominio expedida por el oferente y, cuando sea el caso, por el revisor fiscal.
- d) Modalidad de pago, la cual podrá ser de contado o a plazo, conforme a los lineamientos bursátiles
- e) Número máximo de valores objeto de la oferta y número mínimo a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta.
- f) Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta e identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas, si es del caso, y su importe

- g) Declaración relativa a un posible endeudamiento del oferente o de la sociedad sobre la cual se realiza la oferta, para la financiación de la adquisición
 - h) Plazo de aceptación de la oferta
 - i) Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación.
 - j) Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquellos
 - k) Designación de las sociedades comisionistas de bolsa que actúen por cuenta del oferente.
3. Autorizaciones y certificaciones.
- a) Constancia del oferente y del asesor en banca de inversión, si es del caso, en la cual certifique la veracidad del contenido del cuadernillo de oferta y que en éste no se presentan omisiones, vacíos, imprecisiones o errores de información que revistan materialidad o puedan afectar la decisión de los futuros aceptantes de la oferta. Tratándose de una persona jurídica, dicha certificación debe ser suscrita por el representante legal y el revisor fiscal, dentro de lo de su competencia.
 - b) Información sobre las autorizaciones de que fue objeto la oferta.

La Superintendencia Financiera de Colombia podrá exigir al oferente la inclusión en el cuadernillo de oferta de toda aquella información adicional que estime necesaria, así como la presentación de aquella documentación complementaria que estime conveniente.

La Superintendencia Financiera de Colombia, a solicitud del oferente, podrá eximirlo de la obligación de incluir en el cuadernillo de oferta alguna de las informaciones antes señaladas, siempre que las mismas no estén a disposición del oferente y no se refieran a hechos o circunstancias esenciales para que los destinatarios puedan formular un juicio fundado sobre la oferta.

Art. 1.2.5.18.- Ofertas Competidoras

Son ofertas competidoras aquellas que se formulan sobre valores respecto de los cuales se ha autorizado una oferta pública de adquisición

Las ofertas competidoras deben surtir el procedimiento de autorización previsto en la presente resolución para las ofertas de adquisición y se rigen por las mismas condiciones, además de las específicas, señaladas en el presente artículo

Las ofertas competidoras deben reunir los siguientes requisitos:

1. Quien formule la oferta competidora no podrá conformar un mismo beneficiario real con el oferente precedente
2. El primer aviso de oferta deberá ser publicado a más tardar dos (2) días hábiles antes del vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones de la oferta precedente. El plazo para la recepción de aceptaciones de la oferta competidora empieza a contarse a partir del día siguiente a la fecha de publicación del primer aviso.
3. La oferta competidora no podrá realizarse por un número de valores y un precio inferior al de la oferta precedente

X

Conceptualización

4. La oferta competidora deberá ser mejor que la oferta precedente.

Se entiende que la oferta competidora es mejor que la oferta precedente cuando:

- a) El precio de la contraprestación ofrecida sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) al de la oferta precedente
- b) El número de valores que se pretende adquirir sea superior en al menos un cinco por ciento (5%) con respecto al de aquella
- c) Siendo el precio de la contraprestación ofrecida y el número de valores que se pretende adquirir igual a los de la oferta precedente, el número mínimo de valores a que se condiciona la oferta sea inferior al de la oferta precedente.

5. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación valores, la oferta competidora podrá presentar como contraprestación dinero o valores. Si la oferta precedente ha previsto como contraprestación dinero, la oferta competidora sólo podrá ofrecer dinero como contraprestación.

6. Si la oferta precedente ha establecido el pago de contado, la oferta competidora deberá establecer la misma forma de pago. Si la oferta precedente ha establecido el pago a plazo, la competidora debe establecer el pago en el mismo plazo o en un plazo menor.

Parágrafo Primero.-Una vez publicado el primer aviso de la oferta competidora, las aceptaciones a las ofertas precedentes podrán ser revocadas por los titulares de los valores afectados

La publicación del primer aviso de la oferta competidora autoriza a los oferentes precedentes a desistir de sus ofertas, debiendo anunciarlo por el mismo medio en que publicó su aviso de oferta, con una antelación no inferior a cinco (5) días hábiles a la fecha de vencimiento del plazo para la recepción de las aceptaciones.

Parágrafo Segundo.-Cuando el plazo para la recepción de las aceptaciones de las ofertas precedentes venza primero que el plazo para la recepción de las aceptaciones de la oferta competidora, aquél se entenderá prorrogado hasta el vencimiento de éste.

Art. 1.2.5.19.- Concurrencia de ofertas

En el evento en que, estando en trámite de autorización una solicitud de oferta, se reciba otra solicitud en relación con los mismos valores, prevalece y se da trámite a aquella cuyo precio ofrecido sea mayor. En caso de coincidir el precio ofrecido, prevalece la que se formule por un número mayor de valores. De ser iguales las características señaladas, prevalece y se da trámite a aquella que hubiere sido presentada primero en el tiempo.

Art. 1.2.5.20.- Mejora de la Oferta Pública de Adquisición.

Cualquier persona puede mejorar la oferta que haya formulado en tanto se sujete a los requisitos establecidos en la presente resolución para las ofertas competidoras.

Para el efecto, el oferente sólo deberá comunicar a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la bolsa de valores, de forma previa a la publicación del primer aviso, las nuevas condiciones de la oferta y acreditar ante la bolsa de valores que las garantías amparan el cumplimiento de las obligaciones del oferente

X

X

Los avisos de oferta deberán ser publicados en el mismo medio en que fueron publicados los avisos de la oferta precedente. Cuando una oferta vigente sea mejorada, los destinatarios de la oferta que ya la hubieren aceptado, se beneficiarán automáticamente de las condiciones de la modificación.

Art. 1.2.5.21.- Procedimiento para la oferta pública de adquisición.

X

La bolsa de valores deberá establecer la reglamentación de las garantías y el mecanismo especial para el desarrollo, compensación y liquidación de las ofertas públicas de adquisición, conforme a lo previsto en la presente resolución, el cual deberá ser independiente al de la rueda electrónica.

Si el número de valores comprendidos en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad de valores que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlos a prorrata a cada uno de los aceptantes.

Las aceptaciones no podrán estar sometidas a ninguna condición, excepto que los valores sean enajenados bajo la modalidad “Todo o Nada”. La modalidad “Todo o Nada” significa que solamente en caso de que sea posible adjudicar la totalidad de los valores objeto de la aceptación, el aceptante está dispuesto a efectuar la enajenación.

Las aceptaciones a la oferta se deben realizar a través de las sociedades comisionistas de bolsa dentro del plazo establecido para ello.

Art. 1.2.5.22.- Otras obligaciones del oferente

X

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir, directa o indirectamente, valores que conformen el capital con derecho a voto de la sociedad afectada, a través de transacciones privadas o en bolsas de valores nacionales o extranjeras.

Art. 1.2.5.23.- Obligaciones del emisor de los valores afectados con la oferta pública de adquisición

X

A partir de la publicación de suspensión de la negociación de los valores objeto de la oferta pública de adquisición y hasta la publicación del resultado de la oferta, el emisor de los valores afectados con la oferta deberá abstenerse de realizar los siguientes actos, salvo cuando se trate de ejecutar decisiones tomadas previamente por los órganos sociales competentes:

1. La emisión de acciones o valores convertibles
2. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados con la oferta cuando la puedan perturbar.
3. Enajenar, gravar o realizar cualquier tipo de acto que implique una disposición definitiva de cualquier bien o conjunto de bienes que representen un porcentaje igual o superior al 5% del total del activo del emisor, así como arrendar inmuebles u otros bienes que perturben el normal desarrollo de la oferta.
4. Realizar operaciones que tengan por objeto o por efecto generar una variación sustancial en el precio de los valores objeto de la oferta
5. Cualquier otro acto que no sea propio del giro ordinario de los negocios de la sociedad o que tenga por objeto o efecto perturbar la oferta.

En el evento en que la sociedad afectada con la oferta haga parte de una situación de subordinación o de un grupo empresarial, o conforme con otras personas un mismo beneficiario real, las demás personas vinculadas por la situación de subordinación o grupo empresarial y los integrantes de dicho beneficiario real, deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, operaciones que puedan perturbar la oferta.

Art. 1.2.5.24.- Obligaciones de la bolsa de valores.

Durante el plazo establecido para recibir las aceptaciones, la bolsa de valores donde estén inscritos los valores objeto de la oferta, deberán informar diariamente a la Superintendencia Financiera de Colombia y al mercado el número de aceptaciones recibidas para la oferta, indicando aquellas que se han efectuado bajo la modalidad “Todo o Nada”.

Transcurrido el plazo establecido para recibir las aceptaciones a la oferta, o el que resulte de su prórroga o modificación, y en un plazo no superior a cinco (5) días comunes, la bolsa de valores informará a la Superintendencia Financiera de Colombia el resultado de la oferta. Dicho resultado deberá ser publicado en el boletín diario de la bolsa de valores.

Art. 1.2.5.25.- Promoción Preliminar.

Cualquier publicidad o campaña de promoción que se pretenda realizar para motivar a los propietarios de los valores a participar en la oferta pública de adquisición, deberá realizarse una vez se haya radicado en la Superintendencia Financiera de Colombia la solicitud de autorización a que hace referencia la presente resolución

En todo caso, la información que se suministre debe estar documentada en la información reportada a la Superintendencia Financiera de Colombia y debe corresponder a la realidad de la operación.

Art. 1.2.5.26.-Adquisiciones indirectas o sobrevinientes

Cuando como consecuencia de un proceso de fusión – independientemente del lugar donde se realice y aún en el evento en que estén involucradas sociedades cuyas acciones no se encuentren inscritas en la bolsa de valores – cualquier beneficiario real adquiera o incremente su participación en el capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en la bolsa de valores, en los porcentajes que obligan a realizar una oferta pública de adquisición, deberá seguirse el procedimiento previsto en el presente artículo

El adquirente deberá formular una oferta pública de adquisición, dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, por una cantidad de valores igual a la adquirida en el mencionado proceso, en los términos previstos en la presente resolución.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta pública de adquisición cuando dentro de los tres (3) meses siguientes a la fecha en que se perfeccione la fusión, se enajene el exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el artículo 1.2.5.6. de la presente resolución, adquirido con el proceso de fusión, mediante oferta pública de venta, lo cual deberá ser acreditado ante la Superintendencia Financiera de Colombia dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la enajenación.

X

X

Art. 1.2.5.27.-Derecho de venta.

X

Cuando un mismo beneficiario real adquiriera más del noventa por ciento (90%) del capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en bolsa de valores, uno o varios tenedores de valores que posean al menos el uno por ciento (1%) del capital con derecho a voto de la respectiva sociedad, podrán exigir que el adquirente realice, por una sola vez, una oferta pública de adquisición por el saldo de capital con derecho a voto en circulación, dentro de los tres (3) meses siguientes a la adquisición por medio de la cual se supere dicho porcentaje.

Para el efecto, el adquirente estará obligado a informar al mercado y a la Superintendencia Financiera de Colombia por el mecanismo de información relevante cuando supere el porcentaje señalado en el presente artículo.

Los tenedores de valores que soliciten la realización de la oferta pública de adquisición prevista en este artículo deberán presentar la solicitud al adquirente por medio de la sociedad emisora e informar de manera inmediata a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre tal circunstancia.

El adquirente tendrá un plazo máximo de tres (3) meses para realizar la oferta, contado a partir de la fecha de radicación de la primera solicitud en las oficinas del domicilio principal de la sociedad emisora.

Parágrafo Primero.-Cuando se supere el porcentaje indicado en este artículo como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición en virtud de lo previsto en el artículo 1.2.5.26. de la presente resolución, el precio será el mismo fijado para la realización de dicha oferta.

Parágrafo Segundo.-El adquirente no tendrá obligación de realizar la oferta señalada en el presente artículo, cuando el porcentaje indicado en el mismo se supere como consecuencia de haber realizado una oferta pública de adquisición por un número de valores que le hubiera permitido al adquirente alcanzar el cien por ciento (100%) del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

Art. 1.2.5.28.-Oferta pública de adquisición voluntaria

X

Aun cuando no resulten obligatorias, podrán formularse ofertas públicas de adquisición sobre valores inscritos en bolsa de valores. Tales ofertas públicas de adquisición deberán ser autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia y dirigirse a todos los titulares de dichos valores, quedando sujetas a las mismas reglas y procedimientos establecidos para las ofertas públicas de adquisición obligatorias, exceptuando lo establecido en el artículo 1.2.5.23. de la presente resolución.

Art. 1.2.5.29.-Consecuencias del incumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición

X

Quien adquiera capital con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores, por encima de los porcentajes previstos en el artículo 1.2.5.6. de la presente resolución, sin haber promovido una oferta pública de adquisición en los términos de la presente resolución, incurrirá en la infracción prevista en el literal k) del artículo 50 de la Ley 964 de 2005.

En este evento, y sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar, se suspenderán los derechos políticos y económicos inherentes a los valores adquiridos mediante el negocio o negocios que requieran la formulación de una oferta pública de adquisición y deberá acreditarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia que los efectos de tales negocios se han retrotraído plenamente

Así mismo, y sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar, cuando en virtud de un proceso de fusión, cualquier beneficiario real adquiera o incremente su participación en los porcentajes que obligan a realizar una oferta pública de adquisición en el capital con derecho a voto de una sociedad cuyos valores se encuentren inscritos en bolsa, sin seguir el procedimiento descrito para el efecto, el accionista que se constituya en beneficiario real con el adquirente, no podrá ejercer los derechos políticos y económicos inherentes a los valores adquiridos como consecuencia del respectivo proceso de fusión, a partir del momento en que se venza el plazo para la realización de la oferta en los términos señalados en la presente resolución, y hasta tanto el adquirente formule la respectiva oferta.

Fuente: (Ministerio de Hacienda y Crédito Público - República de Colombia, 2006).

Elaborado: La Autora

3.6.2 Chile - Ley 18045

Tabla 8. Comparativo Chile - Ecuador

<i>LEY DE MERCADO DE VALORES DE CHILE - Ley 18045</i>	<i>ECUADOR</i>
<u>TITULO XXV</u>	
<u>De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones</u>	
Artículo 198.- Se entenderá que oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas abiertas o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.	✓
El oferente podrá hacer la oferta por acciones de sociedades anónimas abiertas, por valores convertibles en ellas o por ambos. En todo caso, la oferta por unos no obliga a formular oferta por los otros.	✓ X
Las disposiciones de este Título se aplicarán tanto a las ofertas que se formulen voluntariamente como a aquellas que deban realizarse conforme a la ley.	X
Cada vez que en este Título se hable de acciones como objeto de la oferta, dicha expresión comprenderá también los valores convertibles en acciones; y cuando se haga referencia a una oferta, se entenderá que se refiere a una oferta pública de adquisición de acciones.	✓
La Superintendencia podrá eximir del cumplimiento de una o más normas de este Título, a aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas de una sociedad, cuando ellas se realicen en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia.	X
Las personas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones, los organizadores y los administradores de la oferta quedarán sujetos en relación con esas ofertas a la fiscalización de la Superintendencia.	✓
Artículo 199.- Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta:	
a) Las que permitan tomar el control de una sociedad;	✓
b) La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el 199 bis, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva, y	X Menciona participación significativa, no determina umbral.

<p>c) Si se pretende adquirir el control de una sociedad Art. 1 N° 35 b) que tiene a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, se deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este Título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.</p>	X
<p>Se exceptúan de las normas precedentes, las siguientes operaciones:</p>	
<p>1) Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital, mediante la emisión de acciones de pago de primera emisión, que por el número de ellas, permita al adquirente obtener el control de la sociedad emisora;</p>	✓
<p>2) La adquisición de las acciones que sean enajenadas por el controlador de la sociedad, siempre que ellas tengan presencia bursátil y el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado;</p>	X
<p>3) Las que se produzcan como consecuencia de una fusión;</p>	✓
<p>4) Las adquisiciones por causa de muerte, y</p>	✓
<p>5) Las que provengan de enajenaciones forzadas. Para los efectos de lo dispuesto en el N° 2 del inciso anterior, se entenderá por:</p>	
<p>i) Precio de mercado de una acción, aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre el nonagésimo día hábil bursátil y el trigésimo día hábil bursátil anterior a la fecha en que deba efectuarse la adquisición.</p>	X
<p>ii) Precio sustancialmente superior al de mercado, aquel valor que exceda al indicado en la letra precedente en un porcentaje que determinará una vez al año la Superintendencia, mediante norma de carácter general, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%. La Superintendencia determinará, mediante instrucciones de general aplicación, las condiciones mínimas que deberán reunir las acciones para ser consideradas con presencia bursátil. En todo caso, de la aplicación de estas instrucciones no podrá resultar que queden excluidas sociedades en las cuales pudiese invertir un fondo mutuo, de acuerdo a las normas que le sean aplicables a éstos.</p>	X
<p>Para los efectos del presente Título, se considerarán como directas aquellas adquisiciones de acciones por personas que actúen concertadamente o bajo un acuerdo de actuación conjunta</p>	X
<p>Artículo 199 bis. Si como consecuencia de cualquier adquisición, una persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta alcanza o supera los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad anónima abierta, deberá realizar una oferta pública de adquisición por las acciones restantes, dentro del plazo de 30 días, contado desde la fecha de aquella adquisición.</p>	X
<p>Dicha oferta deberá hacerse a un precio no inferior al que correspondería en caso de existir derecho a retiro.</p>	X
<p>De no efectuarse la oferta en el plazo señalado y sin perjuicio de las sanciones aplicables al incumplimiento, nacerá para el resto de los accionistas el derecho a retiro en los términos del artículo 69 de la ley N° 18.046. En este caso, se tomará como fecha de referencia para calcular el valor a pagar, el día siguiente al vencimiento del plazo indicado en el inciso primero.</p>	X

No regirá la obligación establecida en el inciso primero, cuando se alcance el porcentaje ahí referido como consecuencia de una reducción de pleno derecho del capital, por no haber sido totalmente suscrito y pagado un aumento dentro del plazo legal, o a causa de una oferta pública de adquisición de acciones válidamente efectuada por la totalidad de las acciones de la sociedad. Tampoco será aplicable en los casos en que el referido porcentaje se alcance a consecuencia de las operaciones indicadas en el inciso segundo del artículo 199.

X

Artículo 200.- El accionista que haya tomado el control de una sociedad no podrá, dentro de los doce meses siguientes contados desde la fecha de la operación, adquirir acciones de ella por un monto total igual o superior al 3%, sin efectuar una oferta de acuerdo a las normas de este Título, cuyo precio unitario por acción no podrá ser inferior al pagado en la operación de toma de control. Sin embargo, si la adquisición se hace en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, se podrá adquirir un porcentaje mayor de acciones, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia.

X

Artículo 201.- Si dentro del plazo que media entre los 30 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 90 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación dispuesto en el artículo 212, el oferente, directa o indirectamente, haya adquirido o adquiriese de las mismas acciones comprendidas en la oferta en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en ésta, los accionistas que le hubieren vendido antes o en la oferta tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado. En tales casos, el oferente y las personas que se hubieren beneficiado serán obligados solidariamente al pago.

✓ /

X N
o incluye límite máximo de días.

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir acciones objeto de la oferta a través de transacciones privadas o en bolsas de valores, nacionales o extranjeras, sino a través del procedimiento establecido en este Título.

✓

Artículo 202.- El oferente deberá publicar un aviso informando del inicio de la vigencia de la oferta de adquisición. El aviso deberá ser destacado y publicarse el día previo al inicio de la vigencia de la oferta en, a lo menos, dos diarios de circulación nacional.

X

En la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Art.7, Sec III, Cap. II, Título III indica la publicación 7 días antes a la negociación de toma de control, en un período nacional. Este Art. No ha sido modificado, y el art 36 no ha sido eliminado.

El aviso deberá contener los antecedentes esenciales para su acertada inteligencia, que la Superintendencia determinará mediante norma de carácter general.

Se aplica el Prospecto contenido en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Art. 14. Sin embargo no se ha promulgado un prospecto

Artículo 203.- El oferente deberá poner a disposición de los interesados, a contar de la fecha del aviso de inicio y durante la vigencia de la oferta, un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Una copia del prospecto deberá estar a disposición del público en las oficinas de la sociedad por cuyas acciones se hace la oferta, en la oficina del oferente o en la de su representante, si lo hubiere, como asimismo de las sociedades anónimas abiertas que sean controladas por aquélla, de la Superintendencia y de las bolsas de valores. En la misma fecha en que se publiquen los avisos de inicio de la oferta, el oferente deberá remitir copias del prospecto a la Superintendencia y a las bolsas de valores.

El prospecto deberá contener, al menos, las siguientes menciones:

a) Individualización completa de las personas naturales o jurídicas que efectúan la oferta; y en caso de tratarse de estas últimas, deberá indicarse el nombre, cargo y domicilio, de sus directores, gerentes, ejecutivos principales y administradores; participación en otras sociedades e individualización de las personas relacionadas del oferente. Adicionalmente, deberá contener una descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores efectivos y finales, si fuere el caso. El oferente, en todo caso, deberá fijar un domicilio en el territorio nacional.

✓

b) Acciones o valores a que se refiere la oferta y número de acciones o porcentaje de las acciones emitidas cuya adquisición mínima es requisito para el éxito de la oferta.

X

c) Precio y condiciones de su pago. El precio de la oferta deberá ser determinado y podrá consistir en dinero o en valores de oferta pública, que se indicarán en forma precisa.

✓ / x No incluye valores de oferta pública

d) Vigencia de la oferta y procedimiento para aceptarla. Se indicarán con precisión aquellos antecedentes o documentos que deberán acompañar los accionistas interesados, en el momento de entregar sus acciones.

X

e) Forma y oportunidades en que los oferentes adquirieron las acciones que poseen al inicio de la oferta, si fuere el caso; y relaciones existentes con otros controladores de la sociedad o accionistas mayoritarios, en su caso.

X

f) Forma en que el oferente financiará el pago del precio de las acciones que sean adquiridas al final de la oferta. En caso de tener comprometidos créditos o contribuciones de capital, deberá proveer los antecedentes necesarios para concluir que existen efectivamente fondos para el pago del precio. Si se tratare de una oferta de canje de valores, deberá detallarse la forma en que el oferente ha adquirido o adquirirá los valores destinados al canje.

X

g) Monto y forma de la garantía constituida por los oferentes, si la hubiere, e individualización del encargado de su custodia, formalización y ejecución.

X

h) Condiciones o eventos que puedan producir la revocación de la oferta.

X

i) Individualización completa y domicilio del tercero que el oferente hubiere designado para que organice o administre la oferta, debiendo precisarse las facultades que se le hayan otorgado.

✓

j) Individualización completa y domicilio de las personas y profesionales independientes que han asesorado al oferente para la formulación de su oferta.

✓

k) Las demás que disponga la Superintendencia, mediante normas de carácter general.

✓

Artículo 204.- Junto con el lanzamiento de su oferta podrá incluir en ella una garantía formal de cumplimiento, constituida en la forma señalada en este artículo.

✓

Si el oferente optare por constituir la garantía, deberá acreditar su constitución ante la Superintendencia, en términos que asegure el pago de una indemnización de perjuicios mínima y a todo evento a los afectados, en caso de incumplimiento de la obligación de pago del precio. Esta garantía podrá otorgarse mediante boleta bancaria o endoso en garantía de un depósito a plazo tomado en un banco o sociedad financiera de la plaza, prenda sobre valores de oferta pública o póliza de seguros, la cual quedará en custodia en una institución bancaria o bolsa de valores.

No es opcional, garantía del 100% del precio.

La garantía deberá permanecer vigente durante los treinta días siguientes a la publicación a que se refiere el artículo 212 o al vencimiento del plazo establecido para el pago, si éste fuere posterior. El valor de la garantía no podrá ser inferior al 10% del monto total de la oferta.

X

Cualquier controversia que se originare sobre el cumplimiento de la oferta entre el oferente y los accionistas aceptantes, deberá ser resuelta por un juez árbitro arbitrador designado por el juez de turno en lo civil con jurisdicción en el domicilio del oferente y que deberá recaer en un abogado con al menos 15 años de ejercicio. No procederá el nombramiento de común acuerdo.

X

El árbitro publicará, en la misma fecha, un aviso en el Diario Oficial y otro en el diario en que se anunció la oferta, en los cuales comunicará la constitución del arbitraje, otorgando un plazo de 30 días para que todos los involucrados en la oferta hagan valer sus derechos. Esta publicación constituirá el emplazamiento legal para todos los efectos procesales. Además, en la primera resolución que dicte, fijará el procedimiento a que se sujetará la substanciación del juicio. Los gastos que irrogue la publicación, otras gestiones que sean necesarias y los honorarios del árbitro, serán costeados con cargo a la garantía, sin perjuicio de lo que se resuelva en materia de costas, debiendo la institución bancaria o la bolsa de valores poner a disposición de aquél las cantidades que requiera y que sean suficientes al efecto.

X

Los dineros provenientes de la realización de la garantía, cualquiera sea la forma en que se haya constituido, quedarán en prenda, de pleno derecho, en sustitución de aquélla. El árbitro podrá ordenar al tenedor de la garantía, que ésta sea depositada a interés en una institución bancaria, mientras se resuelve el asunto.

X

La sentencia que dicte el árbitro será oponible a todos los interesados en la oferta, aunque no se hayan apersonado en el juicio.

X

La ejecución de lo resuelto por el árbitro se hará sin más trámite por la institución bancaria o bolsa de valores, según el caso, entregando el valor de la garantía a cada uno de los accionistas, a prorrata de las acciones entregadas en la oferta.

X

Si la sentencia del árbitro fuere condenatoria para el oferente, los accionistas podrán demandar en juicio sumario los demás perjuicios que pudieren acreditar, cuyo monto exceda de la suma cubierta por la garantía.

X

Contra las resoluciones que dicte el árbitro no procederá recurso alguno.

X

Artículo 205.- La vigencia de la oferta será establecida por el oferente mediante la fijación de un plazo, que no podrá ser inferior a 20 días ni superior a 30 días, salvo que la sociedad tenga inscritas en sus registros a entidades depositarias, en cuyo caso el plazo será de 30 días, sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 206. Tanto el primero como el último día del plazo comenzarán y terminarán, respectivamente, a la apertura y cierre del mercado bursátil en que se encuentren registrados los valores de la oferta.

✓

Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá prorrogar la oferta por una sola vez y por un mínimo de 5 días y hasta por 15 días adicionales. Esta prórroga deberá comunicarse a los interesados antes del vencimiento de la oferta, mediante un aviso publicado en un mismo día, en los diarios en los cuales se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio.

X

Artículo 206.- Durante la vigencia de una oferta, podrán presentarse otras ofertas respecto de las mismas acciones a que se refieren las disposiciones anteriores.

X

Estas ofertas se registrarán por las normas de este Título y sólo tendrán valor cuando sus respectivos avisos de inicio se publiquen, al menos, con 10 días de anticipación al vencimiento del plazo de la oferta inicial. Los avisos de inicio de las ofertas competidoras deberán publicarse en la misma forma dispuesta en el artículo 202.

Cuando una oferta se hubiere materializado a través de una bolsa de valores, las ofertas competidoras deberán realizarse bajo el mismo procedimiento y tener su misma fecha de vencimiento. Cuando la oferta no se haya efectuado a través de una bolsa de valores, las ofertas competidoras podrán fijar su fecha de vencimiento libremente, de acuerdo con las normas del presente título. Sin embargo, en caso de prórroga de la primera oferta, las ofertas competidoras solamente se podrán prorrogar, de acuerdo al artículo anterior, por un plazo tal que coincida con el vencimiento de la prórroga de la primera oferta, de modo que todas ellas terminen en una misma fecha.

No podrán participar en las nuevas ofertas simultáneas las personas naturales o jurídicas interesadas como oferentes en aquellas que estén vigentes.

Artículo 207.- Como resultado del anuncio de una oferta tanto la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, como los miembros de su directorio, según corresponda, quedarán sujetos a las siguientes restricciones y obligaciones:

a) No se podrá, durante toda la vigencia de una oferta, adquirir acciones de propia emisión; resolver la creación de sociedades filiales; enajenar bienes del activo que representen más del 5% del valor total de éste e incrementar su endeudamiento en más del 10% respecto del que mantenía hasta antes del inicio de la oferta. Con todo, la Superintendencia podrá autorizar, por resolución fundada, la realización de cualquiera de las operaciones anteriores, siempre que ellas no afecten el normal desarrollo de la oferta.

✓ /X

No incluye límites.

b) La sociedad emisora deberá proporcionar al oferente, dentro del plazo de 2 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, una lista actualizada de sus accionistas que contenga, al menos, las menciones indicadas en el artículo 7° de la ley N° 18.046, respecto de aquellos que se encontraban inscritos en dicho registro en esa fecha.

X

c) Los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. En el informe, el director deberá señalar su relación con el controlador de la sociedad y con el oferente, y el interés que pudiese tener en la operación. Los informes presentados deberán ponerse a disposición del público conjuntamente con el prospecto a que se refiere el artículo 203 y entregarse una copia dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, a la Superintendencia, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador u organizador de la oferta, si lo hubiere.

X

Artículo 208.- La oferta deberá estar dirigida a todos los accionistas de una sociedad o de la serie de que se trate, en su caso. Si el número de acciones comprendidas en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad de acciones que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes. Para este efecto, se calculará un factor de prorrato que resultará de dividir el número de acciones ofrecidas comprar por el número total de acciones recibidas. La adquisición se efectuará sólo por el número entero de acciones que resulte de la fórmula antes descrita.

X

Artículo 209.- En caso de ofertas dirigidas a una serie específica de acciones, ellas deberán ser hechas en iguales condiciones para los accionistas de dicha D.O. 20.12.2000 serie.

X

Si las preferencias o privilegios establecidos para una serie específica de acciones otorgaren preeminencia en el control de la sociedad, toda oferta que se dirija a dicha serie de acciones, obligará a realizar una oferta conjunta por igual porcentaje respecto de las demás series de acciones de la sociedad. Para los efectos de este artículo, se entenderá que el control de la sociedad podrá obtenerse a través de alguna de las actuaciones señaladas en el artículo 97.

Artículo 210.- Las ofertas que se efectúen conforme a las disposiciones de este Título serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, los oferentes podrán contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las que se incluirán en forma clara y destacada tanto en el prospecto como en el aviso de inicio.

X

En caso de haberse propuesto por el oferente la adquisición de un número mínimo de acciones, la oferta quedará sin efecto cuando no se logre, circunstancia que estará indicada en forma destacada tanto en el aviso de inicio como en el prospecto a que se refieren las disposiciones precedentes. Lo anterior es sin perjuicio que el oferente redujere su pretensión a los valores recibidos en la fecha de expiración de ésta. Ello será también aplicable en el caso que el comprador condicione resolutivamente la oferta, al evento de ser adquirido un número mínimo de acciones de otra sociedad durante una oferta simultánea.

Con todo, las ofertas podrán modificarse durante su vigencia sólo para mejorar el precio ofrecido o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. Cualquier incremento en el precio, favorecerá también a quienes hubieren aceptado la oferta en su precio inicial o anterior.

El oferente podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto por alguna de las causas contempladas en esta disposición.

Artículo 211.- La aceptación de la oferta será retractable, total o parcialmente. Los accionistas que hayan entregado sus acciones podrán retractarse hasta antes del vencimiento del plazo o de sus prórrogas. En tal caso, el oferente o el administrador de la oferta, si lo hubiere, deberá devolver los títulos, traspasos y demás documentación proporcionada por el accionista tan pronto éste le comunique por escrito su retractación.

X

Artículo 212.- Al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales se efectuó la publicación del aviso de inicio, el resultado de la oferta, desglosando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrato, si fuere el caso, y el porcentaje de control que se alcanzará como producto de la oferta. Toda esta información deberá remitirse a la Superintendencia y a las bolsas de valores en la misma fecha en que se publique el aviso de aceptación.

X

Para todos los efectos legales, la fecha de aceptación por los accionistas y de formalización de cada enajenación de valores será la del día en que se publique el aviso de aceptación.

X

Las acciones que no hubieren sido aceptadas por el oferente serán puestas a disposición de los accionistas respectivos en forma inmediata por el oferente o por la sociedad, una vez concluido el proceso de inscripción de las acciones en el Registro de Accionistas, en su caso.

X

Si transcurrido el plazo indicado en el inciso primero, el oferente no hubiere publicado el aviso de resultado, los accionistas podrán retractarse de su aceptación.

X

En todo caso, la declaración del oferente no podrá otorgarse más allá de los 15 días contados desde la expiración de la vigencia de la oferta, incluidas sus prórrogas. Si así no ocurriere, se entenderá que el oferente ha incurrido en incumplimiento grave de sus obligaciones.

X

Artículo 213.- El oferente deberá señalar en la oferta si su propósito es mantener la sociedad sujeta a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas e inscrita en el Registro de Valores, por un plazo o indefinidamente, aun cuando no esté obligada legalmente a ello.

X

Artículo 214.- La Superintendencia, conforme a sus facultades, podrá formular observaciones y exigir al oferente antecedentes adicionales a los proporcionados, con el objeto que los inversionistas cuenten con la información veraz, suficiente y oportuna requerida para decidir si aceptan la oferta.

X

Las deficiencias en la información proporcionada o el incumplimiento de los requisitos establecidos en esta ley, facultarán a la Superintendencia para suspender hasta por 15 días el inicio o la continuación de la oferta. Esta suspensión podrá prorrogarse por una vez y por el mismo plazo. Si vencida la prórroga subsisten las causas que la fundaron, la Superintendencia dejará sin efecto la oferta por resolución fundada.

X

Artículo 215.- No obstante las limitaciones contempladas en las leyes que las regulan, las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia podrán participar como aceptantes respecto de las ofertas públicas a que se refiere este Título, en representación de los respectivos fondos, enajenando las acciones correspondientes y ejerciendo todos los derechos que les asistan en tal calidad.

X

Artículo 216.- Las transacciones provenientes de una oferta pública de adquisición de acciones podrán ser intermediadas fuera de bolsa por agentes de valores o corredores de bolsa.

X

Si fueren intermediadas por corredores fuera de bolsa, éstos deberán informar las transacciones a las bolsas de valores de que formen parte para que las incorporen a los sistemas de información a los inversionistas.

TITULO XXVI

De la oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero

Artículo 217.- Los emisores de valores de oferta pública estarán autorizados para registrar dichos valores en el extranjero, con el objeto de permitir su oferta, cotización y transacción en los mercados internacionales.

X

Artículo 218.- Los emisores estarán obligados a presentar a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales la misma información y en iguales plazos que deba presentarse a las autoridades reguladoras extranjeras y mercados internacionales, por los valores que registren, coloquen y transen en dichos mercados. La información que deba proporcionarse en idioma extranjero se presentará a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales, en texto original y con una traducción efectuada por el propio emisor en idioma español, debidamente suscrita por el gerente del emisor. Dicha información se tendrá como documento auténtico para todos los efectos legales, desde que se haga entrega del mismo a la Superintendencia.

X

Artículo 219.- Los tenedores de certificados o valores emitidos contra acciones depositadas, tendrán los mismos derechos que confieren las leyes o los estatutos a todos los accionistas de la sociedad, los que se ejercerán a través de aquéllas y por intermedio de la entidad depositaria, la que se ajustará a las estipulaciones del contrato de depósito o a las instrucciones que reciba en cada oportunidad.

X

El depositario de los certificados representativos de los valores, votará en juntas de accionistas en la forma que se haya pactado en el contrato de depósito. En lo no previsto en el contrato, el depositario se estará a las instrucciones recibidas de los respectivos titulares de los valores, por cada una de las materias señaladas en la convocatoria. En caso que el depositario no pudiese votar, las acciones que represente solamente se deberán considerar para el cálculo del quórum de asistencia.

La infracción de las instrucciones o de la ausencia de las mismas, no invalidará el voto que se haya emitido, pero hará responsable al depositario de los perjuicios causados a los titulares de los certificados.

Fuente: (Ministerio de Hacienda - Chile, 2014).

Elaborado: La Autora

3.6.3 Perú - Ley de Mercado de Valores

Tabla 9. Comparativo Perú - Ecuador

<u>LEY DE MERCADO DE VALORES DE PERÚ</u>	<u>ECUADOR</u>
<u>Capítulo III</u>	
<u>Oferta Pública Secundaria</u>	
<u>Subcapítulo II</u>	
<u>Oferta Pública de Adquisición y de Compra</u>	
Artículo 68.- Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa	
La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad.	✓
Artículo 69.- Oferta Pública de Compra por Exclusión del Valor del Registro	
La exclusión de un valor del Registro determina la obligación solidaria de quienes fuesen responsables de la misma, de efectuar una oferta pública de compra dirigida a los demás titulares del valor.	X
El precio de la oferta no será menor que la cotización establecida de acuerdo con los criterios fijados por CONASEV mediante norma de carácter general. En defecto de ésta, el precio mínimo será el determinado por una sociedad auditora, banco, banco de inversión o empresa de consultoría designada por CONASEV, por cuenta de los responsables de la exclusión, de acuerdo con prácticas de valorización aceptadas internacionalmente.	X
El precio deberá ser expresado y pagado en dinero, en el plazo establecido para la liquidación de las operaciones al contado.	X
En el caso de valores inscritos o negociados en mecanismos centralizados, la oferta debe efectuarse en dichos mecanismos centralizados.	X
Artículo 70.- Irrevocabilidad	
Las ofertas a que se refieren los artículos anteriores tendrán carácter irrevocable en las condiciones en que se hubieren fijado.	Más amplio.
Artículo 71.- Reglamentos	
Corresponde a CONASEV dictar las normas para regular el régimen de la oferta pública de adquisición y los supuestos de excepción a la obligación de efectuar la misma, determinar los casos en los que corresponda la realización de una oferta pública de adquisición posterior, así como las consecuencias que se deriven en caso de no efectuarlas y las normas para su aplicación.	La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es el ente que norma los procedimientos para este sistema
Asimismo, dicha entidad está facultada para exigir las subsanaciones y complementos del caso cuando estime que la información proporcionada es incompleta, inexacta o falsa.	

Artículo 72. Incumplimiento

En caso de incumplimiento de las normas precedentes, se aplican las siguientes reglas:

a) Quien adquiera o incremente su participación significativa, sea que se trate de una adquisición directa o indirecta, actuando de manera individual o conjunta, sea que actúen o no de manera concertada sin observar el procedimiento respectivo, queda suspendido por mérito del pronunciamiento de CONASEV en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a las acciones adquiridas y obligado a su venta en los términos y plazos que determine CONASEV mediante norma de carácter general. Mientras dure la suspensión de los valores indicados, los mismos no se computan para el quórum.

X

Sin perjuicio de lo anterior, CONASEV podrá excepcionalmente determinar, adicionalmente, la suspensión de los derechos inherentes a las acciones que tuviese de manera previa a la adquisición o incremento de participación significativa, así como determinar que dicha tenencia previa no se computa para efectos del quórum.

X

En caso de obtener una ganancia de capital como producto de la venta de las acciones adquiridas, debe entregarla a los accionistas que le transfirieron tales valores. Es nulo todo acuerdo adoptado por los órganos de la sociedad cuando para la adopción de los mismos o para la elección de los miembros de dichos órganos se ha ejercido la representación de acciones adquiridas con prescindencia de la obligación de realizar una oferta pública de adquisición, así como todo acto de disposición que se efectúe con tales valores. La nulidad a la que se hace referencia opera de pleno derecho por el mérito de la resolución del órgano competente de CONASEV que se pronuncie sobre la infracción de las normas que regulan las ofertas públicas de adquisición.

X

CONASEV puede sustituir, a solicitud de parte y siempre que sea más beneficioso para el mercado, la obligación de venta por la de una OPA dirigida al cien por ciento del capital social. En este caso, la OPA debe formularse por el mayor precio pagado por las acciones adquiridas indebidamente o el que determine una entidad valorizadora de acuerdo con lo que establezca CONASEV mediante norma de carácter general, el que resulte mayor, y siempre que cumpla de manera previa con el pago del íntegro de la multa por infringir las normas de OPA.

X

Asimismo, de existir un diferencial positivo entre el precio de la OPA y el precio al que transfirieron las acciones que se adquirieron de manera indebida, el oferente debe realizar el pago de dicho diferencial.

✓

Lo dispuesto en el presente inciso es de aplicación en lo pertinente a los casos de incumplimiento de la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición cuando se trate de supuestos distintos de la adquisición de acciones a que se refiere el primer párrafo.

X

b) CONASEV no excluye el valor del registro si previamente no se ha efectuado la oferta pública de compra a que se refiere el artículo 69.

X

LEY DE MERCADO DE VALORES DE PERÚ

ECUADOR

La interposición de una acción contencioso-administrativa no impide la ejecución de lo dispuesto por CONASEV salvo que, mediante una medida cautelar judicial motivada se disponga lo contrario y siempre que, en tal caso, se hubiera otorgado como contra cautela una garantía suficiente en efectivo, póliza de caución o carta fianza bancaria por el equivalente al cincuenta por ciento del monto de la OPA que debió realizarse, de acuerdo con los criterios que CONASEV determine mediante norma de carácter general. No es admisible la caución juratoria como contra cautela ni ninguna otra distinta a las enunciadas anteriormente.

X

Artículo 73.- Oferta Pública de Adquisición Voluntaria

Puede emplearse voluntariamente el sistema de oferta pública de adquisición en los casos no contemplados en el Artículo 68 y tanto si se trata de acciones con derecho a voto como de cualquier otro valor, siempre que éste se encuentre inscrito en el Registro. En tal caso, la oferta tendrá carácter irrevocable.

X

Artículo 74.- Contraprestación

El precio que se ofrezca en la oferta pública de compra a que se refiere el Artículo 69, deberá ser expresado y pagado en dinero, en moneda nacional o extranjera, indicando en este último caso la moneda en la que se efectuará el pago y, de ser el caso, el tipo de cambio.

X

Tratándose de la oferta pública de adquisición a que se refiere el Artículo 68, el precio podrá ser también expresado y pagado en valores. En tal caso, será de aplicación lo establecido en el Subcapítulo siguiente.

X

Subcapítulo III

Oferta de Intercambio

Artículo 75.- Oferta Pública de Intercambio

Es oferta pública de intercambio la referida a la enajenación o adquisición de valores cuando la contraprestación se ofrezca pagar total o parcialmente en valores.

X

Artículo 76.- Términos del Intercambio

El intercambio de valores que se proponga deberá ser claro en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que han de producirse.

X

Artículo 77.- Obligación de Inscripción

Los valores ofertados en intercambio deberán inscribirse en el Registro.

X

Artículo 78.- Disposiciones Aplicables

Son aplicables a las ofertas públicas de intercambio las disposiciones relativas a las ofertas públicas primarias, a las ofertas públicas de venta y a las ofertas públicas de adquisición, según corresponda.

X

Capítulo IV

LEY DE MERCADO DE VALORES DE PERÚ

ECUADOR

Ofertas Internacionales

Artículo 79.- Régimen Aplicable

Sin perjuicio de las normas contempladas en la presente ley, las personas jurídicas constituidas en el exterior que pretendan realizar oferta pública de valores en el país, deberán sujetarse a las disposiciones de carácter general que CONASEV establezca, las mismas que deberán tener en cuenta los términos internacionalmente aceptados para la regulación de mercados de valores, a fin de proteger a los respectivos emisores y a los inversionistas.

X

Asimismo, CONASEV puede exceptuar del cumplimiento de las normas contempladas en la presente Ley a aquellas personas que pretendan realizar una oferta pública de valores en el país simultáneamente con una oferta de valores en el exterior, con el fin de adecuarse a los términos y condiciones internacionalmente aceptados en los mercados de valores

X

Fuente: (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).

Elaborado: La Autora

3.6.4 España - Ley 24/1988, de 28 de julio

Tabla 10. Comparativo España - Ecuador

ESPAÑA - LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.	<u>ECUADOR</u>
<u>CAPITULO V</u>	
<u>De las ofertas públicas de adquisición</u>	
<u>Artículo 60. Oferta pública de adquisición obligatoria.</u>	
<p>1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:</p>	
<p>a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad;</p>	✓
<p>b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o</p>	X
<p>c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.</p>	X
<p>Las obligaciones a que se refiere este Capítulo se entenderán referidas a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.</p>	X
<p>Las obligaciones a que se refiere este Capítulo se aplicarán también, en los términos que reglamentariamente se establezcan, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, en los siguientes casos:</p>	
<p>a) Cuando los valores de la sociedad sólo estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.</p>	
<p>b) Cuando la primera admisión a negociación de los valores en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.</p>	
<p>c) Cuando los valores de la sociedad sean admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de la negociación de los valores.</p>	
<p>d) Cuando el 20 de mayo de 2006 los valores de la sociedad ya estuvieran admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.</p>	X

Asimismo, les será de aplicación lo dispuesto en el presente Capítulo, en los términos que se determinen reglamentariamente, a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

X

Se entenderá que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente. Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general, o determinados precios, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado periodo; el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados.

X

En el supuesto de modificación del precio a que se refiere el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del equitativo. Dicha decisión deberá ser motivada.

X

2. A los efectos del presente Capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

X

La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en este artículo, cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

X

3. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

X

ESPAÑA - LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

ECUADOR

A los efectos de este apartado se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.

X

Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente apartado.

X

La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

X

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá impugnar los acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de los mismos.

X

4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad obligada a formular la oferta se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

X

5. Reglamentariamente se establecerán:

a) Los valores a los que habrá de dirigirse la oferta;

X

b) Las reglas y plazos para el cómputo del porcentaje de votos que brinda el control de una sociedad, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas, así como los convenios, acuerdos o situaciones de control conjunto;

X

c) La persona que estará obligada a presentar la oferta pública de adquisición en los supuestos de pactos parasociales y situaciones de control sobrevenido en los que exista obligación de presentarla;

X

d) Los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición o ser modificada;

X

e) Las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente;

X

f) La modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición;

X

g) El régimen de las posibles ofertas competidoras;

X

h) Las reglas de prorrateo;

X

i) Las operaciones exceptuadas de este régimen;

X

j) El precio equitativo, las formas de contraprestación y las excepciones, en su caso, aplicables;

X

ESPAÑA - LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

ECUADOR

k) La información que habrá de hacerse pública antes de la presentación de una oferta, una vez adoptada la decisión de presentarla, en el transcurso de la misma y una vez finalizada;	X
l) El plazo en que deberá presentarse una oferta pública de adquisición desde su anuncio público;	X
m) Las reglas sobre la caducidad de las ofertas;	X
n) Las reglas aplicables a la publicación de los resultados de las ofertas;	X
o) La información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral, y	X
p) Los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.	X
6. Sin perjuicio de lo previsto en el apartado primero, las ofertas públicas de adquisición obligatorias estarán sujetas al régimen del apartado 2 del artículo 61 de la presente Ley cuando concurra alguna de las circunstancias establecidas en el apartado 3 de dicho precepto	X
7. Lo previsto en este artículo no resultará de aplicación en caso de utilización de los instrumentos, competencias y mecanismos de resolución establecidos en la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.	X
Artículo 60. bis. Obligaciones de los órganos de administración y dirección	
1. Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.	X
Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el plazo contemplado en el párrafo anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.	X
En el caso de que la sociedad afectada cuente con un sistema de administración dual, lo dispuesto en los párrafos anteriores se entenderá también aplicable al consejo de control.	X

ESPAÑA - LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.

ECUADOR

La junta general de accionistas a que se refiere el presente apartado podrá ser convocada quince días antes de la fecha fijada para su celebración, mediante anuncio publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia, con expresión de la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que han de tratarse

X

El Boletín Oficial del Registro Mercantil publicará la convocatoria de forma inmediata a su recepción

X

2. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en el apartado anterior cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por un entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la Junta General, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la presente Ley.

X

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

X

3. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente.

X

Artículo 60 ter. Medidas de neutralización

1. Las sociedades podrán decidir que se apliquen las siguientes medidas de neutralización:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

X

b) La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60 bis.1 de esta Ley, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

X

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en la letra a) anterior y, de las que siendo de las previstas en la letra b) anterior, se contengan en pactos parasociales, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

X

2. Las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, quedarán sin efecto cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente o su grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores no estuvieran sujetos a medidas de neutralización equivalentes o no las hubieran adoptado.

X

3. La decisión de aplicar el apartado 1 de este artículo deberá adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad, con los requisitos de quórum y mayorías previstos para la modificación de estatutos de las sociedades anónimas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, y se comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacer pública esta comunicación en los términos y el plazo que se fijen reglamentariamente.

X

En cualquier momento la junta general de accionistas de la sociedad podrá revocar la decisión de aplicar el apartado 1 de este artículo, con los requisitos de quórum y mayorías previstos para la modificación de estatutos de las sociedades anónimas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. La mayoría exigida en virtud del presente párrafo ha de coincidir con la exigida en virtud del párrafo anterior.

X

4. Cuando la sociedad decida aplicar las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados.

X

5. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en el apartado 1 de este artículo, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

X

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, con los requisitos de quórum y mayorías previstos para la modificación de estatutos de las sociedades anónimas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

X

6. Reglamentariamente se podrán establecer los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo.

X

Artículo 60 quáter. Compraventas forzosas

1. Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90 por ciento del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente:

X

a) El oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo.

b) Los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

2. Si, en el supuesto regulado en este artículo, los valores objeto de la compra o venta forzosa, se encontrasen embargados como consecuencia de actos administrativos o de resoluciones judiciales, o existiera sobre ellos algún tipo de carga, incluyendo gravámenes, derechos reales limitados o garantías financieras, los valores se enajenarán libres de dichas cargas, pasando éstas a constituirse sobre el precio pagado o los valores entregados por el oferente como pago del precio por la compraventa.

X

El depositario de los valores estará obligado a mantener en depósito el precio de la venta o, en su caso, los valores entregados, poniendo en conocimiento de la autoridad judicial o administrativa que hubiere ordenado los embargos o del titular de cualesquiera otras cargas la aplicación del presente procedimiento.

Si, una vez aplicado lo dispuesto en este apartado, existiera una parte del precio que resultase innecesaria para la satisfacción de las obligaciones garantizadas con el embargo o embargos practicados, o con las cargas existentes sobre los valores, se pondrá inmediatamente a disposición del titular de éstos.

3. Reglamentariamente se establecerá el procedimiento y los requisitos aplicables a la compraventa forzosa a que se refiere el apartado anterior.

X

Artículo 61. Ofertas públicas de adquisición voluntarias

1. Las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.

X

La oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente Capítulo.

2. Cuando dentro de los dos años anteriores al anuncio relativo a la oferta concurra alguna de las circunstancias señaladas en el apartado tercero siguiente, el oferente deberá aportar un informe de experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, entre los que se incluirán el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.

X

En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración. El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 60 de esta Ley y el que resulte de tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el informe.

Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, además de lo anterior, se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

Con la finalidad de que la oferta se adecue a lo dispuesto en el presente apartado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar el procedimiento administrativo, ampliando los plazos en la medida necesaria y requiriendo las informaciones y documentos que juzgue convenientes.

3. Las circunstancias a las que se refiere el apartado segundo anterior son las siguientes:

a) Que los precios de mercado de los valores a los que se dirija la oferta presenten indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes, y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos;

b) Que los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales tales como por catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor;

c) Que la sociedad afectada se haya visto sujeta a expropiaciones, confiscaciones u otras circunstancias de igual naturaleza que puedan suponer una alteración significativa del valor real de su patrimonio.

4. Reglamentariamente se podrán establecer los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo.

X

X

Fuente: (Mercadode Valores - España, 2015).

Elaborado: La Autora

3.6.5 Evaluación de las posibles medidas desde el punto normativo que se pueden adoptar en el país para la correcta aplicación de la OPA, de acuerdo al análisis comparativo

Al ser el marco regulatorio la ley de España, los países sujetos a comparación normativa, tienen gran similitud porque han ido adaptando y adoptando dicha normativa, por lo cual las posibles medidas que se pueden aplicar en nuestro país para su correcta aplicación; de forma general se mencionan por país analizado a continuación:

Colombia

La Resolución Número 1941 del 2016 de Colombia, contiene 23 artículos, que van desde el 1.2.5.6 hasta el 1.2.5.29.

Se establece que la entidad oferente “podrá convertirse en beneficiario real de una participación igual o mayor al 25% del capital de la sociedad afectada con derecho a voto” (Ministerio de Hacienda y Crédito Público - República de Colombia, 2006), a través de una oferta pública de adquisición; es decir determina el umbral de participación, mientras que la legislación ecuatoriana menciona únicamente a una participación significativa.

La entidad oferente previa a la publicación de la OPA deberá entregar a la Superintendencia de Compañías principalmente el cuadernillo de oferta, y el proyecto de aviso de oferta, y tendrá como plazo de 5 días hábiles, contados a partir de la recepción de la documentación para efectuar observaciones. La publicación deberá realizarse por lo menos 3 veces, con intervalos de no más de 5 días hábiles en los diarios de mayor circulación. El oferente será quien determine el plazo para la aprobación de la oferta, sin que sea menor a 10 días o superior a 30 días.

El precio de los valores objetos de la OPA, pueden ser en dinero o valores convertibles, cuando sea esta última se deberá ofrecer pagar en dinero mínimo el 30% del precio.

Al ser esta figura de la OPA relativamente nueva en el Ecuador, la normativa no contiene que según mi apreciación temas básicos como los enunciados, que incluyen la legislación de Colombia; como a detalle el contenido del aviso de oferta pública de adquisición y del cuadernillo (llamado prospecto en nuestro país). Adicionalmente, un tema importante es el Artículo 1.2.5.29, que trata sobre las consecuencias del incumplimiento del régimen de la OPA, que incluye la suspensión de todos los derechos tanto económicos como políticos que tienen relación directa con la adquisición de esos valores.

Chile

La Ley 18045 de Chile, contiene 19 artículos, que van desde el 198 hasta el 216.

El umbral establecido en esta normativa para la realización de una OPA es siempre y cuando “se llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto” (Ministerio de Hacienda - Chile, 2014); y deberá lanzar una OPA para la compra de las acciones restantes, dentro del plazo de 30 días a partir de la primera adquisición.

Si un accionista realizó una primera negociación de OPA, dentro de 12 meses posteriores de efectuada la operación, quiere adquirir acciones de la misma por un valor igual o mayor al 3% deberá aplicar otra OPA, cuyo precio deberá ser mayor al de la primera negociación.

El aviso de la oferta deberá publicarse en por lo menos dos diarios de circulación nacional y el contenido de este será enunciado por regulación general. El prospecto deberá estar a disposición del público desde la publicación del aviso y deberá contener al menos: entidad oferente, acciones o valores, precio y condiciones de pago, vigencia y procedimiento para aceptarla, garantías entre otras.

La vigencia de la oferta será de 20 a 30 días, durante este tiempo podrán presentarse ofertas competidoras. Así mismo durante el anuncio de la oferta la sociedad afectada y sus miembros del directorio quedarán sujetos a restricciones y obligaciones.

En el Artículo 211 trata sobre la aceptación de la oferta, la misma que podrá ser retractable, total o parcialmente; esto podrá ser antes del vencimiento del plazo. Es un tema particular contenido en esta normativa.

Lo mencionado sobre el contenido de la normativa chilena, son temas que no están dentro de la legislación ecuatoriana y serían de importancia para la aplicación de esta figura.

Perú

Ley de Mercado de Valores, Capítulo III, Subcapítulo II Oferta Pública de Adquisición y Compra, contiene 7 artículos, que van desde el 68 hasta el 74.

Esta normativa contiene básicamente la conceptualización de la OPA, la OPA por exclusión, enuncia que el CONASEV será el ente que emita las normas reglamentarias para regular el régimen de la OPA, así como las consecuencias en caso de no efectuar los lineamientos dictados.

España

Ley 24/1988, Ley de Mercado de Valores, Capítulo III, Subcapítulo II Oferta Pública de Adquisición y Compra, contiene 5 artículos, que van desde el 60 hasta el 61.

La normativa española es el resultado de varios años de estudio y trabajo asociado entre el gobierno y legisladores, con el objeto de llegar a un régimen claro y beneficioso para la protección de los accionistas minoritarios de las compañías, así como la distribución equitativa de la prima de control.

Esta regulación legal contiene: quienes están obligados a presentar una OPA, fijación del precio equitativo, fijación del umbral de control de la sociedad, sanciones por incumplimientos, reglas y plazos, términos de irrevocabilidad garantías, publicación de avisos de oferta y prospecto, caducidad; obligaciones de los órganos de administración y dirección; medidas de neutralización; compraventas forzosas y OPAS

voluntarias. Adicionalmente de una ley suplementaria que norme la aplicación de la oferta pública de adquisición.

Al ser una normativa unificada y completa, como se mencionó anteriormente, este cuerpo normativo ha sido la base para que otros países adopten y adapten esta figura económica como una alternativa de financiamiento para compañías que cotizan en el mercado de valores; por tanto el propuesta normativa para el Ecuador será con base a esta legislación, misma que será tratada en el siguiente capítulo.

3.7 Análisis de Oferta Pública de Adquisición OPA – Toma de control realizados en el Ecuador, los más importantes en el 2014.

Las operaciones más importantes que fueron negociadas el Mercado de Valores mediante las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil durante el año 2014, año en el que tuvo un incremento sustancial con relación a los tres años anteriores; están correspondieron al sistema de Oferta Pública de Adquisición OPA lo que dinamizó al sector.

Tabla 11. Las operaciones bursátiles a las cuales se harán referencia en este apartado

Figura	Oferente	Sociedad afectada	Valor negociación
OPA	UNACEM .S.A.A.	UNACEM ECUADOR S.A. (Antes Lafarge Cementos S.A.)	US\$517,1 millones
Toma de control	Arca Continental	Holding Tonicorp	US\$335,8 millones
Toma de control	Grupo Promerica	Produbanco	US\$130 millones

Elaborado por: La Autora

3.7.1 OPA UNACEM .S.A.A.

UNACEM S.A.A. con fecha 27 de mayo del 2014 inició el proceso de evaluación y negociación mediante el contrato de compra venta de acciones privado, que contiene la adquisición de 42.314.172 acciones equivalentes al 98.57% del capital suscrito de Lafarge Cementos S.A.; la Memoria Anual de UNACEM S.A.A. menciona que formuló la oferta pública de adquisición por el 100% debido a que la empresa cotiza en Bolsa de

Valores de Quito; lo que nos muestra claramente que a pesar de no estar definida por completo la legislación ecuatoriana se realizan procesos encaminados a la ley marco que he considerado a criterio personal, la ley de España sobre OPAs.

Luego de el cumplimiento de algunos procedimientos, con fecha 14 de noviembre del 2014, mediante Resolución No. SCV.IRQ.DRMV.2014.3777 se autorizó la OPA y aprobó el contenido de la Circular de Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Con fecha 20 de febrero del 2015, se completó la adquisición del 98.9% por US\$517.1 millones.

Con fecha 28 de noviembre del 2014, mediante Acta de Junta General Extraordinaria de Accionistas la compañía cambio su denominación social de LAFARGE CEMENTOS S.A. a UNACEM ECUADOR S.A., registrada mediante escritura pública el 3 de diciembre del mismo año e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Quito el 6 de febrero del 2015.

3.7.1.1 Breve análisis de la Industria del Cemento

Con la finalidad de obtener una visión global sobre la industria cementera y la posición que tiene UNACEM ECUADOR S.A. (antes LAFARGE CEMENTOS S.A.) en el mercado ecuatoriano se presenta una breve descripción en base a un Estudio básico de la Industria Cementera en el Ecuador elaborado por el Instituto Nacional de Preinversión INP y el Ministerio de Industrias y Productividad.

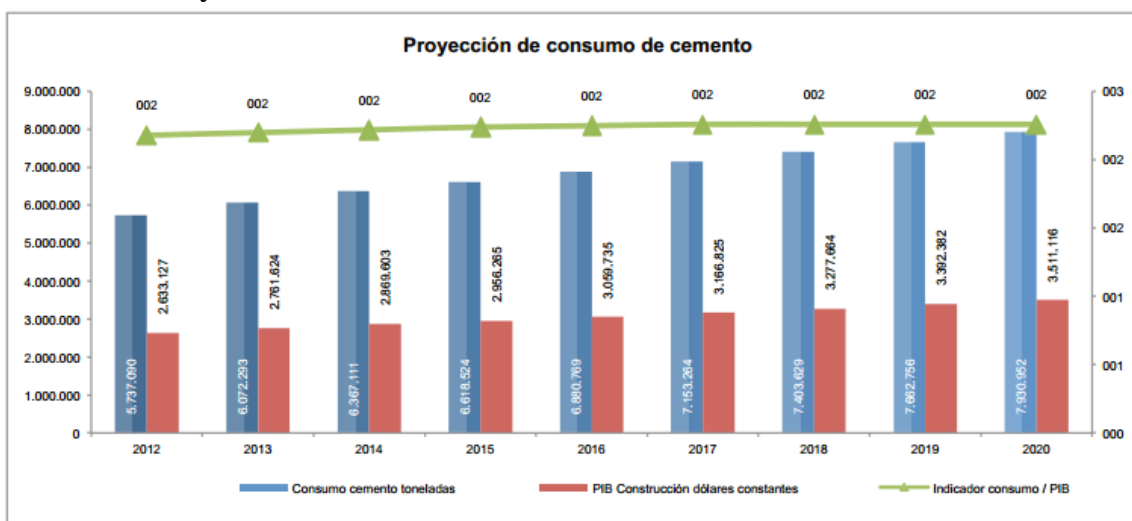
La dinámica de la industria del cemento está estrechamente relacionada con la evolución del sector de la construcción. Diversos estudios sobre el impacto de la construcción en la economía concurren en que esta industria constituye uno de los ejes principales para el desarrollo económico del país, pues en esta confluyen de manera armónica los tres insumos productivos clave: la mano de obra, la tecnología y el capital. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

En la industria del cemento local se estima que Ecuador tendrá una capacidad de producción suficiente e incluso superior a la demanda y no será necesario realizar

importaciones para cubrir los requerimientos internos. De acuerdo a la predicción de la demanda futura de cemento el INP ha considerado dos alternativas:

Primera alternativa: Se basa en la métrica Toneladas Consumidas / Agregado de la construcción en Dólares Constantes (en adelante denominado Toneladas Cemento Dólares). El indicador promedio en los últimos 5 años (2007 al 2011) es equivalente a 2.30 toneladas dólares. Con esta perspectiva, se ha preparado una proyección desde el año 2012 a 2020. Entre 2012 y 2015 la razón crece en dos centésimas por año debido a los proyectos de envergadura que maneja el gobierno, para finalmente estabilizarse en el orden de 2.26 toneladas dólares. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

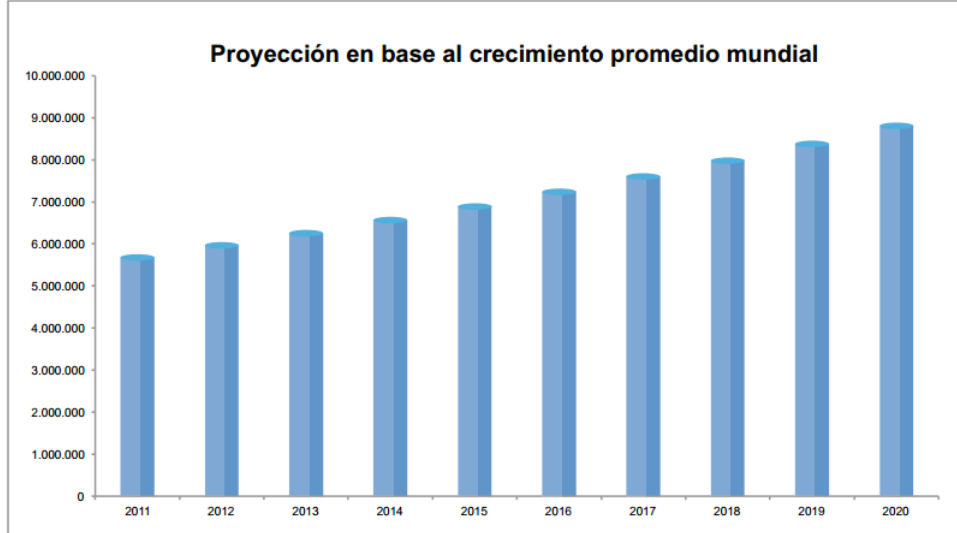
Gráfico 10. Proyección de consumo de cemento



Fuente: (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

Segunda alternativa: Se ha considerado, simplemente, que la tasa de crecimiento del cemento será igual al promedio de crecimiento mundial reportado por la revista Global Cement Report entre 1991 y 2010, que es equivalente al 5% anual. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

Gráfico 11. Proyección de base al crecimiento promedio mundial



Fuente: (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

En el estudio efectuado por el INP, se puede observar el UNACEM ECUADOR S.A. se sitúa como el segundo más grande proveedor de cemento en el país.

Gráfico 12. Balances financieros de empresas cementeras, cuadro comparativo

ESTADOS FINANCIEROS COMPARABLES	WORLD CLASS COMPANIES				REPRESENTATIVE ECUADOR				REGIONAL	
	Millones Euros	Millones de CHF	Millones MXP	Millones Euros	Miles USD	Miles USD	Miles USD	Miles USD	Miles SOL	Miles CHP
Concepto	Lafarge	Holcim	Cemex	Buzzi Unicem	Holcim Ecuador	Lafarge Ecuador	Guapán	Chimborazo	Lima	Bio Bio
Ingresos	16,169	21,653	178,260	2,648	358,283	140,537	51,259	36,668	1,092,370	289,257,851
Costo de ventas	-12,015	-12,379	-128,307	-2,007	-211,205	-81,877	-36,330	-24,734	-535,312	-211,137,022
Gastos administrativos y de ventas	-1,713	-6,655	-39,110	-672	-23,152	-13,181	-5,275	-2,157	-184,844	-64,439,475
Utilidad operativa antes de ganancias de capital, deterioro, reestructuración y otros	2,441	2,619	10,843	-31	123,925	45,479	9,654	9,777	372,214	13,681,354
Ganancias en realización	45	0	0	0						
Otros resultados operativos	-317	7	-6,672	31	1,940	1,566	-3,173	312	502	4,545,248
Utilidad operativa	2,169	2,626	4,171	0	125,865	47,045	6,481	10,089	372,716	18,226,602
Costos financieros	-1,069	-897	-16,302	-211	-3,477	-4,816	-72	-8	-59,145	-13,079,840
Ingresos financieros	346	262	675	108	3,787	98	523	380	16,613	1,089,374
Distribución de beneficios de asociadas	-16	245	-524	1	24,937				-25,090	-192,785
Utilidad antes de impuesto a la renta	1,430	2,236	-11,980	-102	151,112	42,327	6,932	10,461	305,094	6,043,351
Impuesto a la renta	-316	-615	-4,509	61	-46,203	-15,902	-1,629	-2,476	-127,312	-749,508
Utilidad neta	1,114	1,621	-16,489	-41	104,909	26,425	5,303	7,985	177,782	5,293,843

Fuente: (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

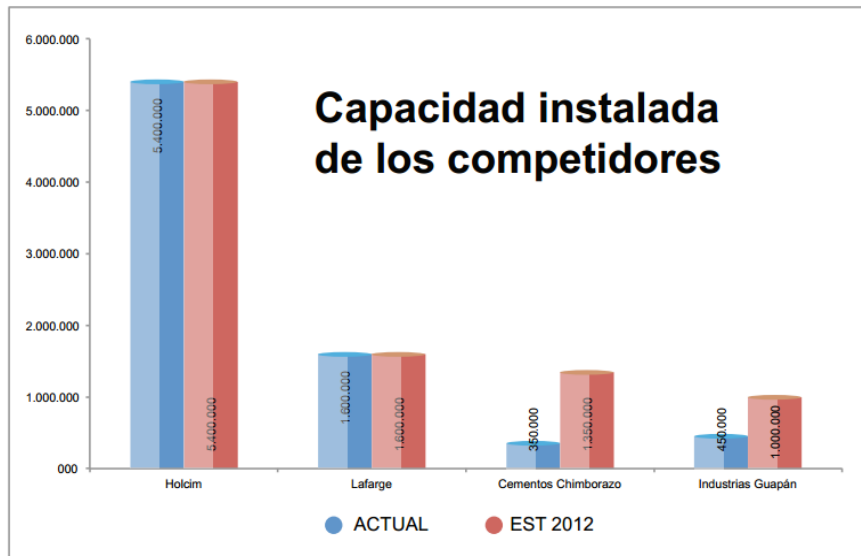
UNACEM ECUADOR S.A. cuenta al 2013 con 185 distribuidores aproximadamente en la provincia de su zona de influencia. La industria cementera siempre ha sido considerada como una estructura de oligopolio, debido a que la inversión requerida para iniciar su operación es muy alta, y de acuerdo al estudio del INP la inversión requerida para una planta de 1.600.000 toneladas año es, aproximadamente, USD 261.6 millones, con un

período estimado para la recuperación de alrededor de 10 años; ya que a medida del incremento de la cantidad producida los costos por unidad disminuirán y se podrán presentar rendimientos. Por lo indicado el ingreso a este sector tiene una gran barrera de entrada.

Frente a la participación controlada del mercado de cemento, la bienvenida para un nuevo actor estará caracterizada por niveles de precios en donde la posibilidad de recuperar la inversión será muy inferior a sus expectativas. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

A continuación se observa un gráfico que evidencia la capacidad instalada de los principales proveedores de cemento en el país:

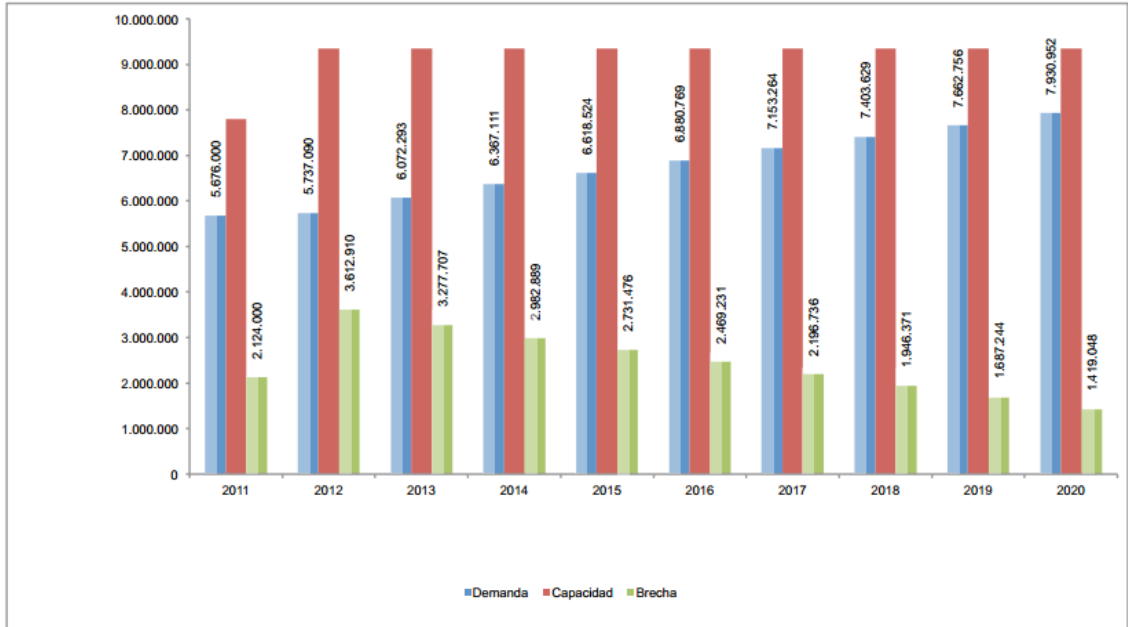
Gráfico 13. Capacidad instalada de los competidores



Fuente: (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

Como se observa en el gráfico anterior, UNACEM ECUADOR S.A. es el segundo competidor con una capacidad instalada de US\$160,000 millones, lo que evidencia una gran inversión de equipos y tecnología para su operación.

Gráfico 14. Brecha de capacidad existente



Fuente: (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

De acuerdo al estudio de la industria de cemento, esta es la demanda mensual proyectada hasta el año 2020 del consumo de cemento, más la brecha de capacidad existente.

De acuerdo a este gráfico podemos observar que la capacidad de abastecimiento para el mercado interno es al 100%, y la brecha existente incluso puede ser negociada para exportar lo que ayudaría a la economía del país.

En el contexto de la industria cementera en Ecuador se identifican dos tipos de ventajas en costo, independientes de las economías de escala:

- El acceso favorable a materias primas es un elemento crucial en la cadena de producción de cemento. Considerando que los costos de transportación son críticos para la industria, es común que las plantas estén situadas en las proximidades de una cantera
- El siguiente aspecto tiene que ver con una ubicación favorable. Las plantas han sido distribuidas de manera estratégica en el país para garantizar el cubrimiento de mercados y dificultar el acceso a nuevos competidores. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

Como se ha mencionado, la industria del cemento en el Ecuador tiene proyecciones positivas y de crecimiento, lo cual podrá abastecer en los siguientes años la demanda pública y privada del país.

UNACEM ECUADOR S.A. dentro del mercado es una de las más fuertes con presencia local y posicionamiento, tiene una inversión importante instalada en su planta de aproximadamente US\$1,600 millones; cuenta con 185 distribuidores en la zona y los productos que ofrece tienen alta rotación en el mercado lo que ha hecho que sus rendimientos sean importantes con relación a los costes. Al tener su planta instalada, contar con clientes fieles, años de existencia posesionados y una participación importante en el mercado, ha conllevado a ser atractiva hacia terceros y sea considerada como una compañía fuerte para hacer sinergias de negocios y atender a un mercado con alto potencial de crecimiento en el Ecuador.

3.7.1.2 Análisis financiero de UNACEM ECUADOR S.A.

Larfage Cementos S.A., es una subsidiaria de Inversiones Imbabura S.A. (cuya controladora de última instancia es Unión Andina de Cementos UNACEM S.A.A. de Perú). La Compañía fue constituida en Ecuador en 1974. A partir del 2011, las actividades de la Compañías están encaminadas a la industrialización del cemento y sus derivados. Las actividades de minería fueron transferidas a su compañía relacionada Canteras y Voladuras S.A. CANTYVOL. (Instituto Nacional de Preinversión, 2013)

La Compañía al 2014 cuenta con 291 empleados y desarrolla 3 proyectos: Quinde, Paletizadora y Debottleneck.

De acuerdo el informe del presidente del Directorio de UNACEM Ecuador; UNACEM S.A.A. “es una compañía con más de 60 años de experiencia en Perú, líder en el mercado de cemento peruano y que a través de sus subsidiarias está presente en 3 unidades de negocio específicas: cemento, concreto y relacionados y energía. Hoy, tenemos presencia en 5 países de América: Perú, Ecuador, EE.UU., Chile y con el desarrollo del proyecto de PREANSA Colombia también en este último país, reforzando el compromiso que tenemos en cada uno de estos países de crear valor para todos nuestros grupos de interés. (UNACEM ECUADOR S.A., 2014)

Las cifras financieras que corresponden a los estados financieros individuales (no consolidados) de UNACEM ECUADOR S.A. (antes LAFARGE CEMENTOS S.A.), se muestran a continuación:

Para el análisis del comportamiento de los estados financieros se tomará como referencia los años 2014, 2013, 2012 y 2011.

Tabla 12. Estados financieros anuales, individuales (no consolidados)

UNACEM ECUADOR S.A. (ANTES LA FARGE CEMENTOS S.A.)

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

(en miles de U.S. dólares)

<u>ACTIVOS</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
CORRIENTES				
Efectivo y equivalentes de efectivo	3,940	21,718	35,382	35,874
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	6,686	8,206	11,159	11,224
Inventarios	<u>23,375</u>	<u>17,984</u>	<u>13,423</u>	<u>11,163</u>
	<u>34,001</u>	<u>47,908</u>	<u>59,964</u>	<u>58,261</u>
Activos clasificados como mantenidos para la venta	1,365	-	-	-
Otros activos para disposición	<u>18,471</u>	-	-	-
	<u>19,836</u>	-	-	-
Total activos corrientes	<u>53,837</u>	<u>47,908</u>	<u>59,964</u>	<u>58,261</u>
NO CORRIENTES				
Propiedades, planta y equipos, neto	159,667	173,808	172,426	174,661
Activos intangibles	2,490	3,284	4,003	2,398
Inversiones en subsidiarias	2,659	2,659	2,659	2,659
Otras cuentas por cobrar	<u>30</u>	<u>33</u>	<u>816</u>	<u>882</u>
Total activos no corrientes	<u>164,846</u>	<u>179,784</u>	<u>179,904</u>	<u>180,600</u>
TOTAL	<u>218,683</u>	<u>227,692</u>	<u>239,868</u>	<u>238,861</u>

UNACEM ECUADOR S.A. (ANTES LA FARGE CEMENTOS S.A.)

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

(en miles de U.S. dólares)

PASIVOS

CORRIENTES

Préstamos	12,244	12,446	26,606	11,772
Obligaciones por arrendamiento financiero	89	106	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	12,801	18,162	12,836	17,118
Pasivos por impuestos corrientes	12,042	13,401	10,986	12,144
Obligaciones acumuladas	10,042	9,944	8,209	8,859
Provisiones	-	7	228	47
Total pasivos corrientes	<u>47,218</u>	<u>54,066</u>	<u>58,865</u>	<u>49,940</u>

NO CORRIENTES

Préstamos	21,782	41,522	56,252	64,508
Obligaciones por arrendamiento financiero	223	312	-	-
Obligaciones por beneficios definidos	2,778	2,459	2,074	1,771
Pasivos por impuestos diferidos	8,285	8,759	9,077	9,561
Total pasivos no corrientes	<u>33,068</u>	<u>53,052</u>	<u>67,403</u>	<u>75,840</u>

Total pasivos 80,286 107,118 126,268 125,780

PATRIMONIO

Capital social	1,717	1,717	1,717	1,717
Reserva legal	859	859	859	859
Utilidades retenidas	<u>135,821</u>	<u>117,998</u>	<u>111,024</u>	<u>110,505</u>
Total patrimonio	<u>138,397</u>	<u>120,574</u>	<u>113,600</u>	<u>113,081</u>

TOTAL 218,683 227,692 239,868 238,861

UNACEM ECUADOR S.A. (ANTES LA FARGE CEMENTOS S.A.)**ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL****(en miles de U.S. dólares)**

	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
INGRESOS	187,186	186,035	165,461	160,615
COSTO DE VENTAS	<u>106,053</u>	<u>105,804</u>	<u>98,879</u>	<u>96,441</u>
MARGEN BRUTO	81,133	80,231	66,582	64,174
Gastos de administración y ventas	17,774	18,300	16,240	14,110
Costos financieros	6,745	2,729	2,338	2,107
Otros gastos, neto	<u>1,001</u>	<u>1,364</u>	<u>468</u>	<u>886</u>
	<u>25,520</u>	<u>22,393</u>	<u>19,046</u>	<u>17,103</u>
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	55,613	57,838	47,536	47,071
Menos gasto por impuesto a la renta:				
Corriente	13,311	13,637	11,558	12,414
Diferido	<u>- 474</u>	<u>- 318</u>	<u>- 484</u>	<u>- 767</u>
Total	12,837	13,319	11,074	11,647
UTILIDAD Y RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	<u>42,776</u>	<u>44,519</u>	<u>36,462</u>	<u>35,424</u>

Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)**Elaborado por:** La Autora

Tabla 13. Análisis horizontal y vertical de los estados financieros

UNACEM ECUADOR S.A. (ANTES LA FARGE CEMENTOS S.A.)

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

(en miles de U.S. dólares)

ACTIVOS	ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL								
	2014	2013	2012	2011	%	2012	\$	%	2013	\$	%	2014	\$
CORRIENTES													
Efectivo y equivalentes de efectivo	2%	10%	15%	15%	-1%	(492)	-39%	(13,664)	-82%	(17,778)			
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	3%	4%	5%	5%	-1%	(65)	-26%	(2,953)	-19%	(1,520)			
Inventarios	11%	8%	6%	5%	20%	2,260	34%	4,561	30%	5,391			
NO CORRIENTES													
Activos clasificados como mantenidos para la ve	1%	0%	0%	0%	0%	-	0%	-	0%	1,365			
Otros activos para disposición	8%	0%	0%	0%	0%	-	0%	-	0%	18,471			
Total activos corrientes	25%	21%	25%	24%	3%	1,703	-20%	(12,056)	12%	5,929			
Propiedades, planta y equipos, neto	73%	76%	72%	73%	-1%	(2,235)	1%	1,382	-8%	(14,141)			
Activos intangibles	1%	1%	2%	1%	67%	1,605	-18%	(719)	-24%	(794)			
Inversiones en subsidiarias	1%	1%	1%	1%	0%	-	0%	-	0%	-			
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	-7%	(66)	-96%	(783)	-9%	(3)			
Total activos no corrientes	75%	79%	75%	76%	0%	(696)	0%	(120)	-8%	(14,938)			
TOTAL	100%	100%	100%	100%	0%	1,007	-5%	(12,176)	-4%	(9,009)			

Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Gráfico 15 Estructura de inversiones

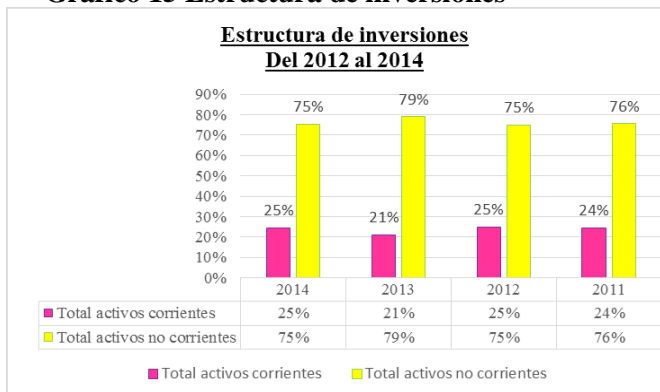
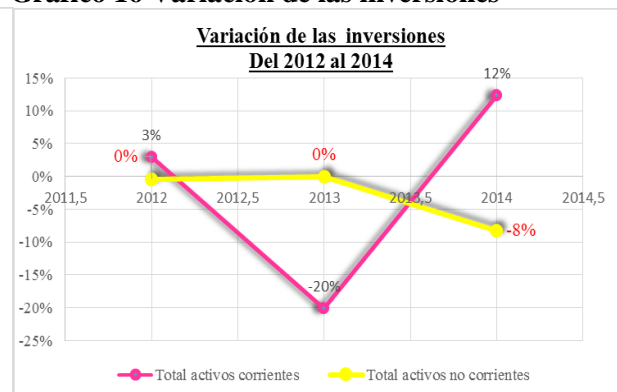


Gráfico 16 Variación de las inversiones



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Gráfico 17 Estructura del activo corrientes

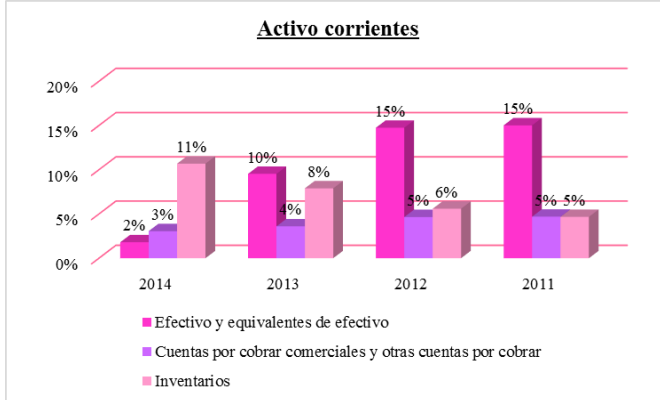
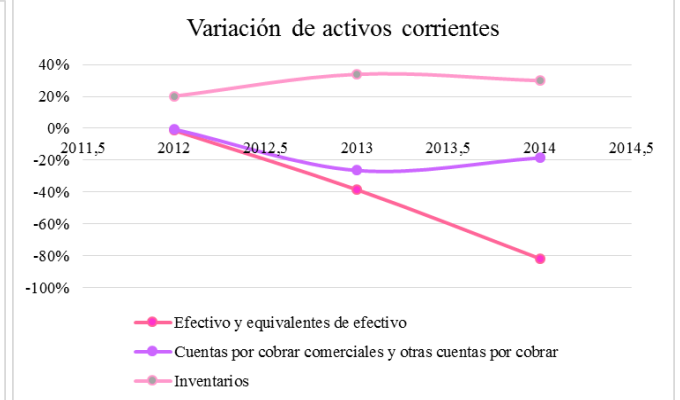


Gráfico 18 Variación del activo corriente



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)
Elaborado por: La Autora

Gráfico 19 Estructura del activo no corrientes

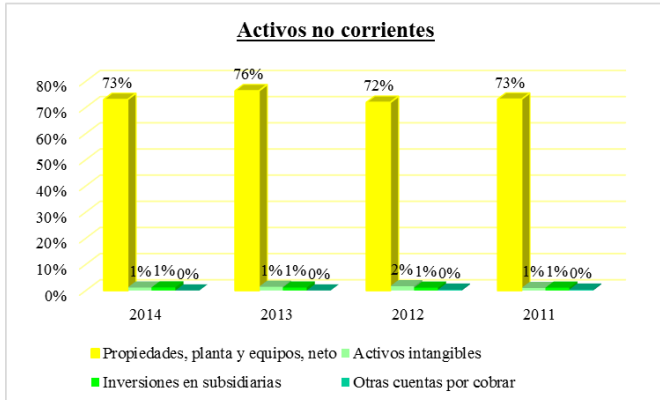
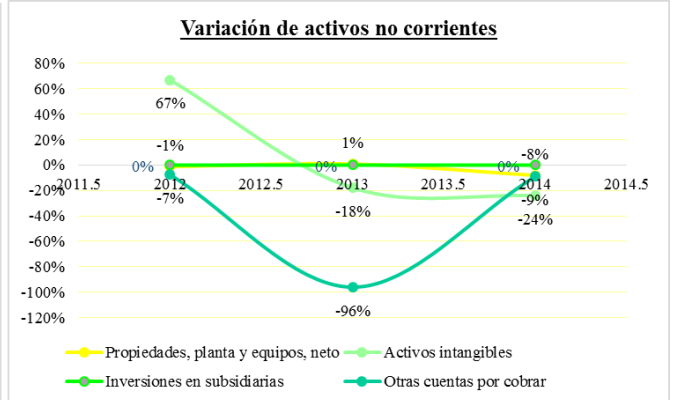


Gráfico 20 Variación del activo no corriente



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)
Elaborado por: La Autora

En el año 2012 como se presenta en el gráfico 15, la compañía está distribuida según sus activos en un 25% para el activo corriente y 75% para el activo no corriente, que representan .US\$59,964 mil y US\$179,904 mil respectivamente; existiendo un crecimiento del 3% y 0% con relación al año anterior para el total de los activos corrientes y no corrientes como se observa en el gráfico 16. La concentración del activo corriente se encuentra en el efectivo y equivalentes de efectivo con un peso de 15% que incluye principalmente certificados de depósitos temporales; seguida por los inventarios con un peso del 6% siendo la cuenta más representativa dentro de este sub grupo el material de consumo, reparación y mantenimiento; el peso de la cuentas por cobrar con un 5% debido a que la Compañía que con relación a las ventas es un porcentaje

inmaterial, y mantiene una política de crédito a sus clientes, en donde el crédito no superen el 5% de las ventas. El activo no corriente está concentrado básicamente en propiedades, planta y equipo con un peso del 72% que incluye principalmente US\$168,287 mil por maquinarias y equipos fijos, y edificaciones industriales.

Para el año 2013 los activos no corrientes representaron el 79% del total de los activos y del 21% para los activos corrientes. Los activos corrientes presentan una concentración el grupo de efectivo y equivalentes de efectivo del 10% ya que mantiene certificados de depósitos temporales, seguido por los inventarios con un peso del 6% y cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar con un 5%. El efectivo y equivalentes de efectivo muestra una disminución importante del 39% con relación al año anterior, dado principalmente por una disminución en bancos de US\$14,826 mil a US\$9,649 mil y de inversiones temporales de US\$20,556 mil a US\$12,069; existió una disminución de las cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar del 26% de US\$11,159 mil a US\$8,206 mil, lo que indica que los valores recuperados fueron utilizados en el pago de préstamos y cuentas por pagar comerciales; los inventarios tuvieron un crecimiento del 34% de US\$13,423 mil a US\$17,984, principalmente en material de consumo, reparación y mantenimiento, productos semielaborados e inventario en tránsito, sin embargo no existe acumulación de inventario debido a que los productos que produce tienen gran demanda en el mercado. El activo no corriente mantiene su concentración en propiedades, planta y equipo con un peso del 76% con una variación con respecto del año anterior del 1%; los activos intangibles decrecieron en un 18% que corresponde a su amortización y una disminución importante del 96% con relación al período anterior de otras cuentas por cobrar.

Para el año 2014 los activos corrientes representaron el 25% del total de los activos y del 75% para los activos no corrientes. Dentro de los activos corrientes la cuenta de inventarios representan el 8%, con un crecimiento del 30% con relación al período anterior; y una disminución en efectivo y equivalentes de efectivo del 82% dado principalmente por una disminución en bancos de US\$9,649 mil a US\$3,094 mil y de inversiones temporales de US\$12,069 mil a US\$846 ya que los certificados de depósitos

temporales, fueron recuperados; y cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar con una disminución del 19%, con una recuperación neta de US\$1,520. El activo no corriente mantiene su concentración en propiedades, planta y equipo con un peso del 73% con una disminución con respecto del año anterior del 8%; básicamente por la depreciación y los activos intangibles decrecieron en un 24% que corresponde a su amortización y una disminución importante del 9% con relación al período anterior de otras cuentas por cobrar.

Gráfico 21 Estructura de financiamiento

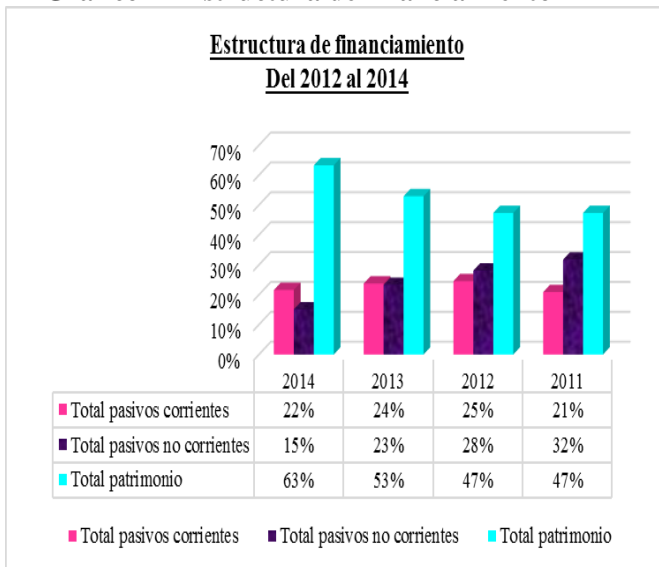
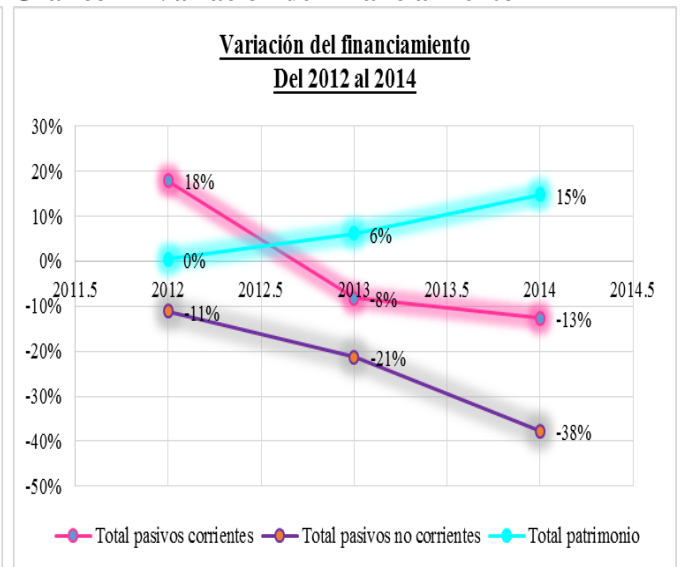


Gráfico 22 Variación del financiamiento



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Gráfico 23 Estructura del pasivo corriente

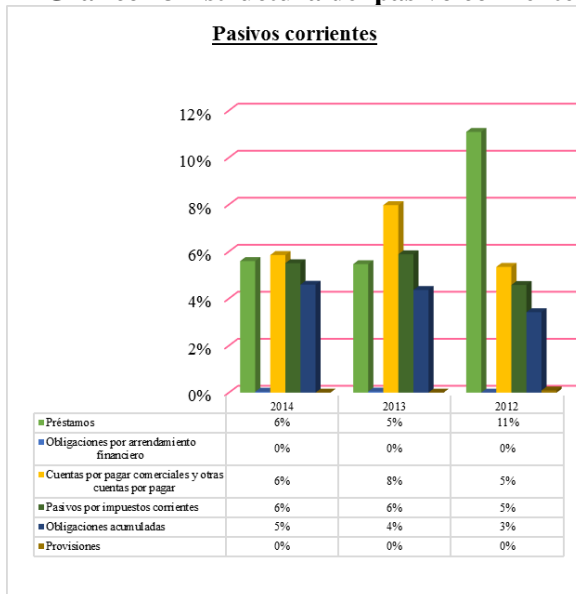
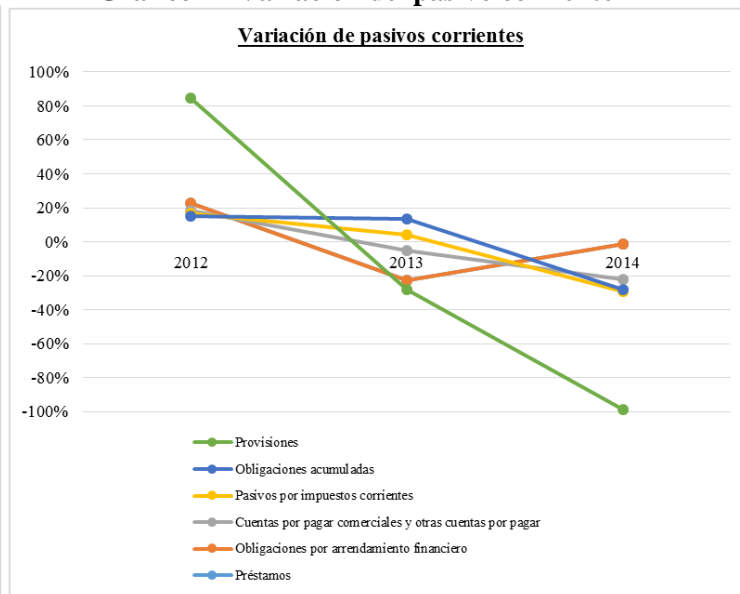


Gráfico 24 Variación del pasivo corriente



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)
Elaborado por: La Autora

Gráfico 25 Estructura del pasivo no corriente

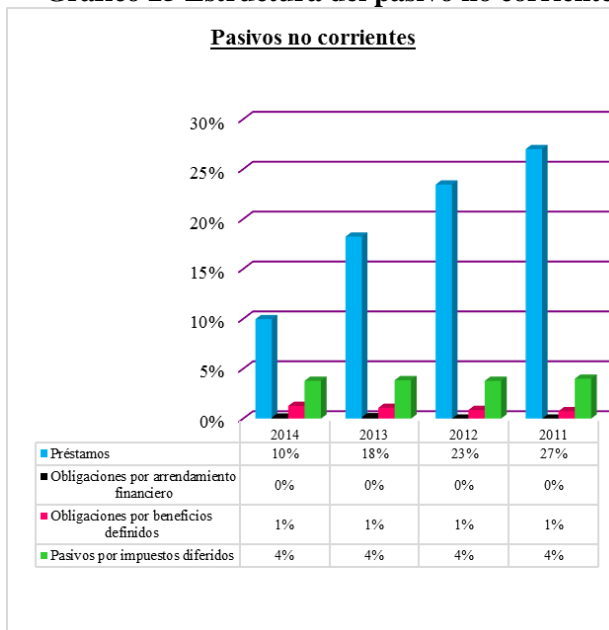
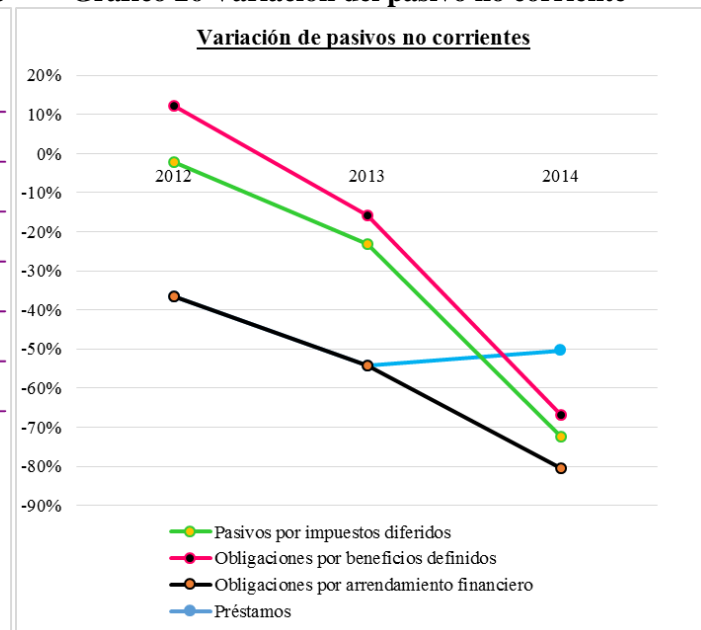


Gráfico 26 Variación del pasivo no corriente



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)
Elaborado por: La Autora

En el año 2012 como se presenta en el gráfico 21, los pasivos y patrimonio de la compañía son de un 53% y 47% respectivamente; el pasivo compuesto por un 25% para los pasivo corrientes y 28% para los pasivos no corrientes, que representan un total de US\$58,865 mil, existiendo un crecimiento de este del 18% con relación al año anterior; el patrimonio representa el 47% con una variación del 0% con relación al año anterior.

La concentración del pasivo corriente se encuentra en los préstamos con un peso del 11% que corresponde al financiamiento recibido de su compañía relacionada y por instituciones financieras locales en su parte corriente, con un incremento neto (préstamos corriente y no corrientes) con relación al año anterior de 113% lo que indica un apalancamiento en terceros; cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar con un 5% y pasivos por impuestos corrientes con un 5%. El pasivo no corriente presenta una concentración del 23% en los préstamos que corresponde al financiamiento recibido de su compañía relacionada y por instituciones financieras locales.

En el año 2013 a concentración del pasivo corriente fue del 24% con una disminución con relación al período anterior del 8%; disminuyó con respecto del grupo anterior préstamos en un 53% y provisiones en un 97%, este primero por el pago de sus obligaciones que pasaron de US\$26,606 mil a US\$12,446 mil; en este período se incrementaron cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar en un 41% principalmente en compañías y partes relacionadas y proveedores del exterior. En el pasivo no corriente presenta una disminución del 21% con relación al período anterior que pasaron de US\$67,403 mil a US\$53,052, mil principalmente por la reclasificación de los préstamos no corriente a corriente; y un incremento en las obligaciones por beneficios definidos del 19% principalmente por la provisión de jubilación patronal.

Para el 2014 a concentración del pasivo corriente corresponde al 22% con una disminución con relación al período anterior del 13%; cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar disminuyeron en un 30% con relación al período anterior principalmente por el pago a sus compañías y partes relacionadas, así como un 10% en los pasivos por impuestos corrientes. En el pasivo no corriente presenta una

disminución del 38% con relación al período anterior que pasaron de US\$53,052 mil a US\$33,068 mil.

Gráfico 27 Estructura del patrimonio

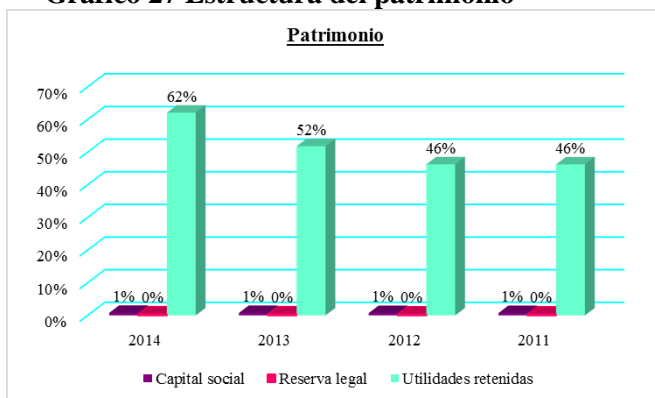
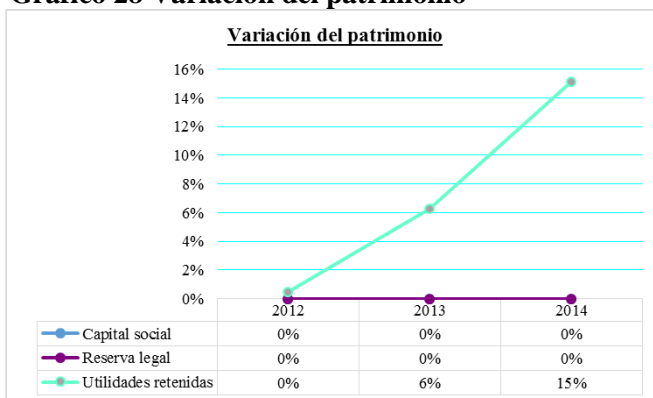


Gráfico 28 Variación del patrimonio



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Para el año 2012, el capital representa el 1% y las utilidades retenidas el 46%, que con relación al año anterior no existió variación importante de esta última. El resultado del ejercicio representa el 33% de las utilidades retenidas.

Para el 2013, la concentración del patrimonio estaba distribuida: 1% capital social, utilidades retenidas en un 52%, frente a esta última la utilidad del ejercicio fue el 38%. El patrimonio presenta un incremento del 6% con respecto del año anterior,

En el 2014, la concentración del patrimonio estaba distribuida: 1% capital social, utilidades retenidas en un 62%, frente a esta última la utilidad del ejercicio fue el 31%. El patrimonio presenta un incremento del 15% con respecto del año anterior,

Tabla 14. Análisis horizontal y vertical de los estados de resultados integral

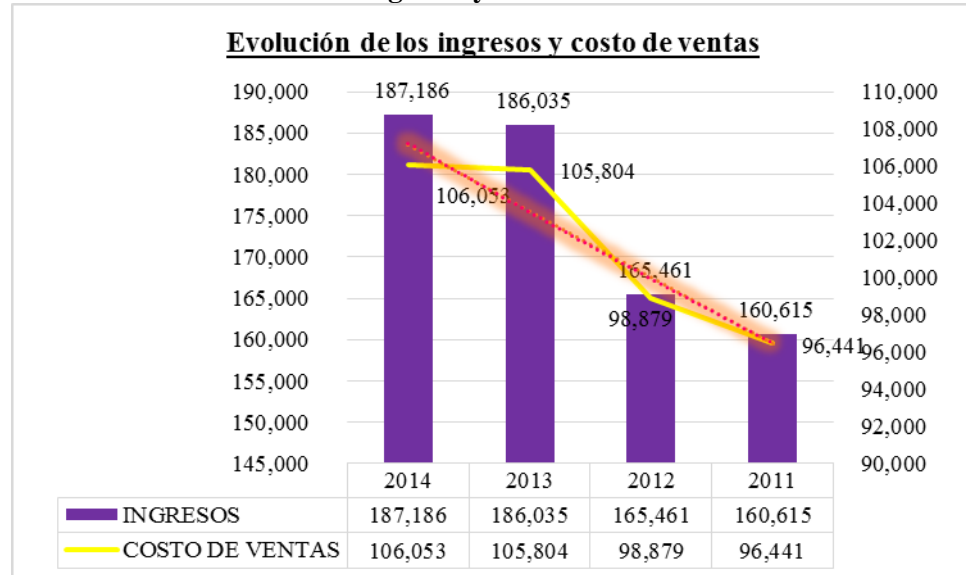
UNACEM ECUADOR S.A. (ANTES LA FARGE CEMENTOS S.A.)

ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL

(en miles de U.S. dólares)

	ANÁLISIS VÉRTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2014	2013	2012	2011	2014	2013	2012
INGRESOS	100%	100%	100%	100%	1%	12%	3%
COSTO DE VENTAS	57%	57%	60%	60%	0%	7%	3%
MARGEN BRUTO	43%	43%	40%	40%	1%	20%	4%
Gastos de administración y ventas	9%	10%	10%	9%	-3%	13%	15%
Costos financieros	4%	1%	1%	1%	147%	17%	11%
Otros gastos, neto	1%	1%	0%	1%	-27%	191%	-47%
	14%	12%	12%	11%	14%	18%	11%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	30%	31%	29%	29%	-4%	22%	1%
Menos gasto por impuesto a la renta:							
Corriente	7%	7%	7%	8%	-2%	18%	-7%
Diferido	0%	0%	0%	0%	49%	-34%	-37%
Total	7%	7%	7%	7%	-4%	20%	-5%
UTILIDAD Y RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	23%	24%	22%	22%	-4%	22%	3%

Gráfico 29 Evolución de los ingresos y costo de ventas

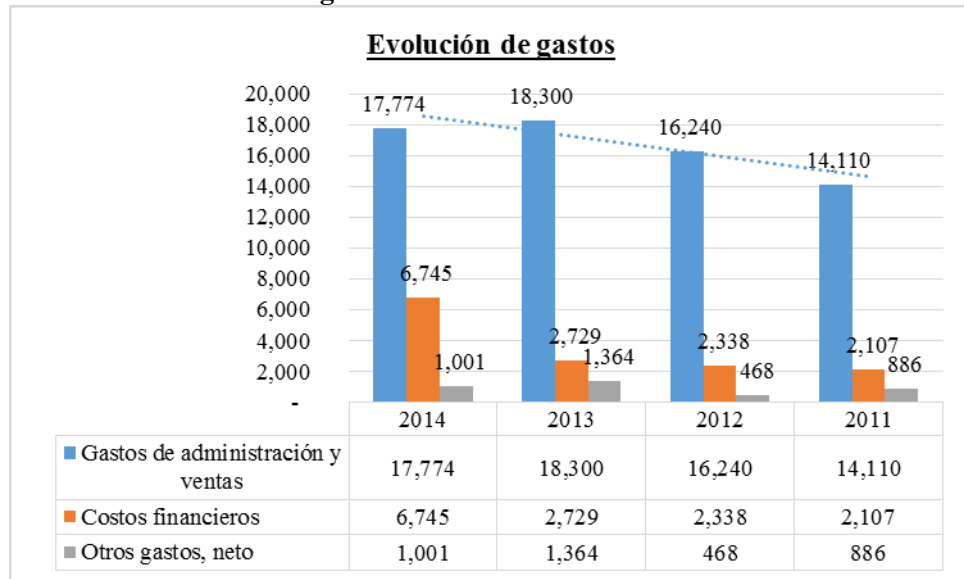


Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Los ingresos principalmente se concentran en el 90% de la venta de cemento; en los años bajo análisis muestra en el 2013 un crecimiento del 12% con respecto al período anterior, de US\$165,461 a US\$186,035 y en el año 2014 solo un crecimiento del 1%. El costo de ventas mantiene una tendencia similar con respecto a las ventas sin embargo en los años 2014 y 2013 como se observa en el gráfico disminuye 3% con relación al año 2012.

Gráfico 30 Evolución de gastos



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

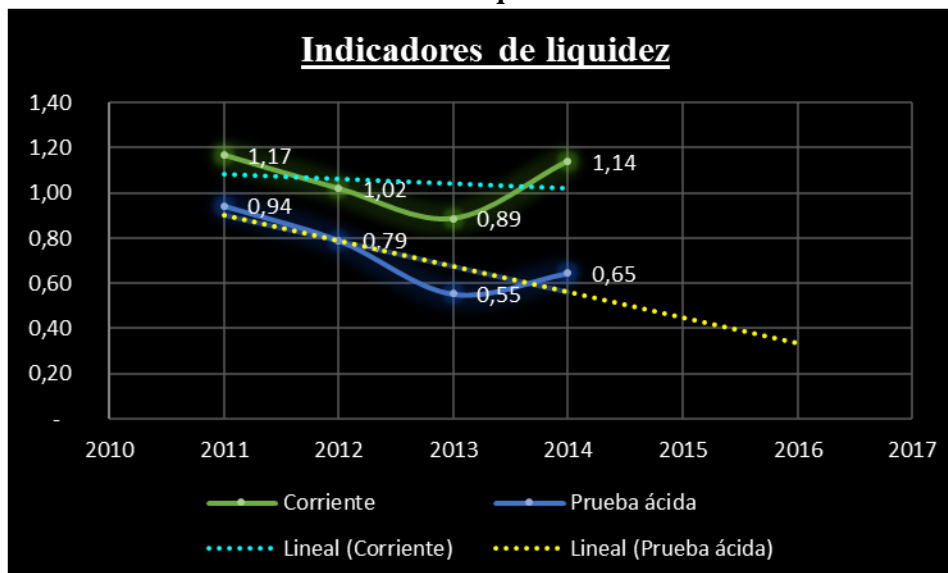
Elaborado por: La Autora

Los gastos de administración y ventas tienen una participación en el 2011 del 9%, en el 2012 y 2013 del 10% y en el 2014 del 9%, estos valores generalmente representan costos fijos para la Compañía que deben ser cancelados independientemente de los ingresos que genere esta.

Los costos financieros representan del 2011 al 2013 el 1% y en el 2014 el 4% que con relación al período anterior tuvo un crecimiento del 147% principalmente por los intereses por préstamos de instituciones financieras.

3.7.1.3 Análisis de los indicadores financieros de UNACEM ECUADOR S.A.

Gráfico 31 Evolución indicadores de liquidez



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

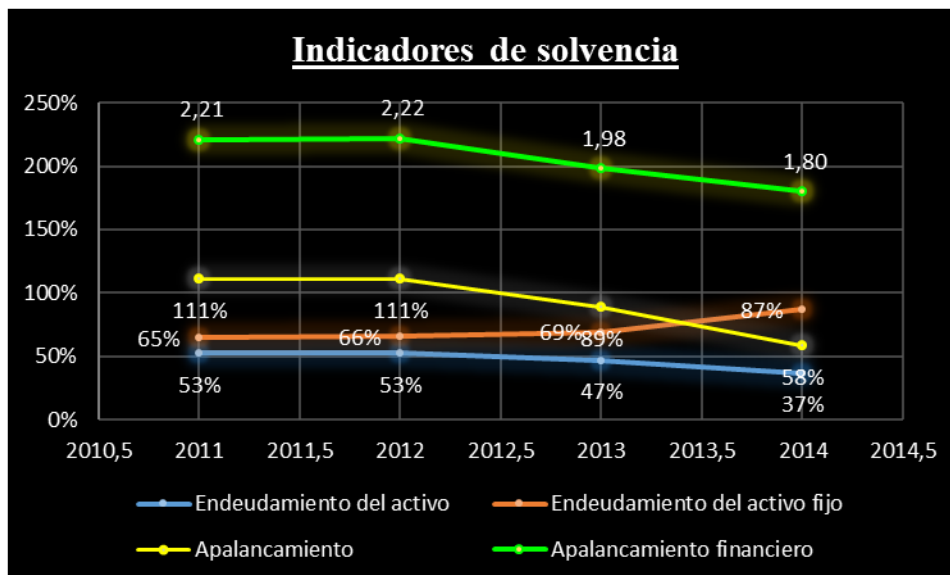
Indicador Razón corriente (veces) (Activo corriente / pasivo corriente)

La Compañía presenta una razón corriente para el año 2011 del 1.17 dólares, para el 2012 del 1.02 y el 2014 del 1.14, que amparan las obligaciones que la Compañía ha contraídos con los acreedores; mientras que en el año 2013 tiene un indicador del 0.89 que evidencia que los activos corrientes no son suficientes para cubrir sus obligaciones.

Indicador Prueba ácida (veces) (Activo corriente – inventarios / pasivo corriente)

Los inventarios al no generar flujo inmediato de fondos no podrían cubrir una eventualidad para el pago de las obligaciones corrientes de la Compañía, por lo que como se observa en el gráfico anterior el indicador en el año 2011 es del 0.94, en los siguientes años va disminuyendo y para el 2014 es del 0.65; lo que evidencia la posibilidad de no cubrir sus obligaciones y capacidad de pago.

Gráfico 32 Evolución indicadores de solvencia



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Indicador Endeudamiento del activo (%) (Pasivo total / activo total)

La Compañía presenta un nivel de endeudamiento del activo (apalancamiento) para los años 2011 y 2012 del 53% que significa que la esta pertenece a sus acreedores en ese porcentaje, para el año 2013 es del 47% y para el 2014 el 37% que indica que la Compañía va recuperándose y presenta un mejor manejo de sus obligaciones.

Indicador Endeudamiento del activo fijo (%) (Patrimonio / activo fijo)

Es importante que este índice sea superior al 50% y lo más aproximado al 100%, ya que con esto demuestra que la infraestructura de la compañía es sólida para cubrir sus obligaciones. Como es el caso de la Compañía el indicador desde el año 2011 es 65% y al 2014 es del 87% lo que denota que la deuda pasa a ser una inversión de capital ya que corresponde a sus accionistas.

Indicador de Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)

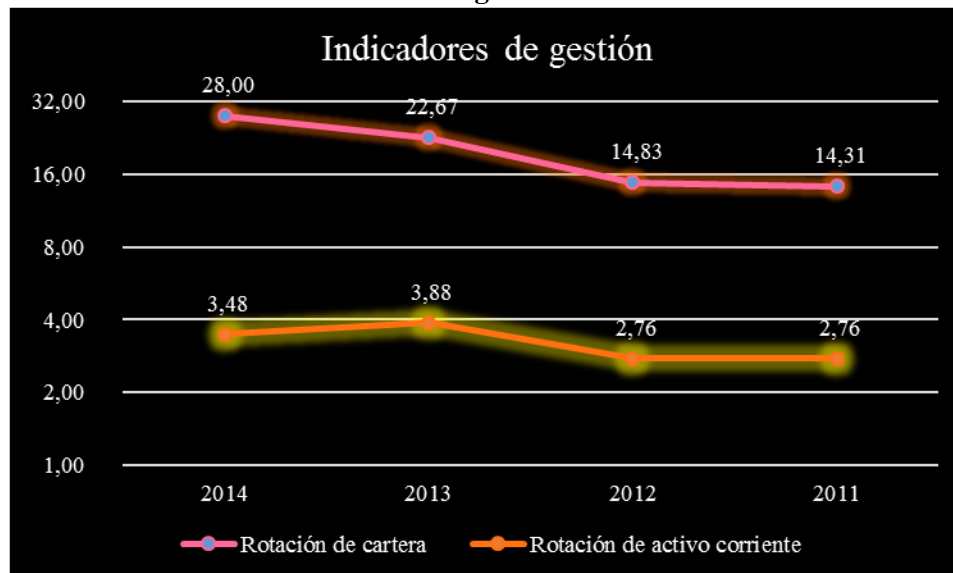
El resultado del cálculo para este indicador es ideal si es menor al 50%, ya que si es mayor indica que la Compañía mantiene deudas mayores a los recursos que posee para poder liquidarlas. Para la Compañía en los años 2011 y 2012 presenta un 111% lo que

evidenciaba que no podía cubrir sus obligaciones, situación que en los siguientes años mejora llegando en el 2014 al 58%.

Indicador de Apalancamiento financiero ((Utilidad antes de impuestos / patrimonio) / (Utilidad antes de impuestos e intereses / Activo total))

El indicador de apalancamiento para el año 2011 fue del 2.21, para el 2012 del 2.22, para el 2013 disminuyó a 1.98 y para el 2014 de 1.80, lo que indica que los fondos de terceros contribuyen a que los fondos propios generen más rentabilidad.

Gráfico 33 Evolución indicadores de gestión



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

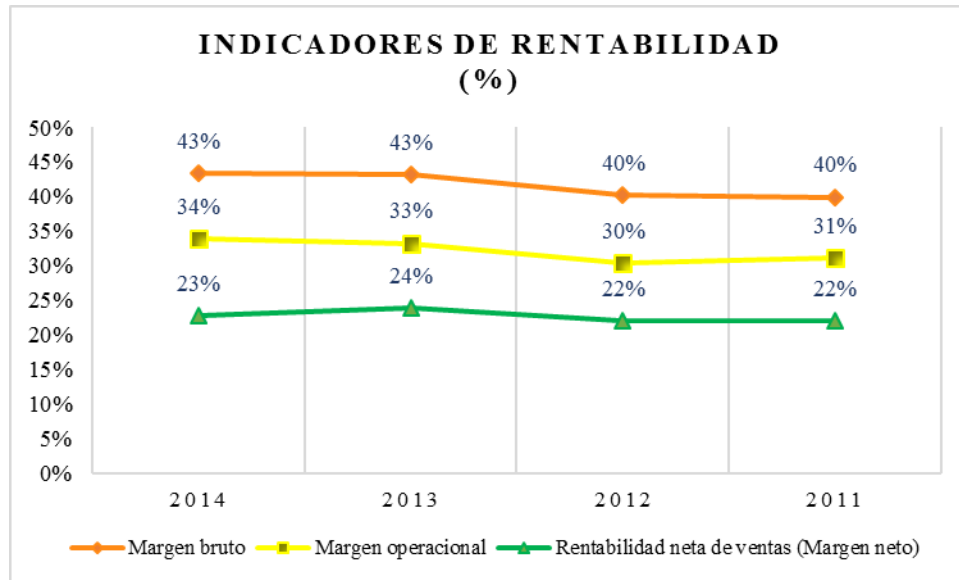
Indicador de Rotación de cartera (veces) (Ventas netas / cuentas por cobrar)

La rotación que maneja la Compañía para su recuperación de cartera va desde 25 días a 13 días, lo que muestra una mejor gestión, convirtiendo en efectivo sus cuentas por cobrar en un plazo no mayor a 15 días y no comprometiendo el capital de trabajo y liquidez de la Compañía.

Indicador de Rotación de activo corriente (veces) (Ventas netas / activo corriente)

La Compañía presenta efectividad del activo corriente ya que desde el 2011 por cada dólar invertido generó 2.76 en ventas, manteniendo al 2012 con un 2.76, el período de mayor efectividad fue en el 2013 ya que generó 3.88 en ventas, a pesar que en el 2014 decreció en 0.40, alcanzó un 3.48.

Gráfico 34 Evolución indicadores de rentabilidad %



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Indicador de Margen bruto (%) (Utilidad bruta / Ventas netas)

El margen de la utilidad bruta que presenta la Compañía para el 2011 y 2012 es del 40%, para el año 2013 tiene un crecimiento del 3% y en el año 2014 se mantiene con el 43%.

Indicador de Margen operacional (%) (Utilidad bruta / Ventas netas)

El margen de la utilidad operacional la Compañía están en un rango del 30% al 34%, observándose que sus operaciones van encaminadas a mantenerse y crecer en rentabilidad.

Indicador de Margen neto (%) (Utilidad neta / Ventas netas)

El margen de la utilidad neta representa la ganancia que efectivamente tendrán los accionistas, lo que tiene estrecha relación con las ventas y gastos de administración; los resultados obtenidos son positivos.

Gráfico 35 Evolución EBITDA



Fuente: Estados financieros (UNACEM ECUADOR S.A., 2014, 2013, 2012)

Elaborado por: La Autora

Indicador EBITDA (Utilidad operativa + depreciaciones + amortizaciones)

La utilidad operativa de caja presenta crecimiento en las cifras, que para el 2011 con US\$58,654 mil de cobertura de pago de impuestos, pago obligaciones financieras y a proveedores, inversiones o distribución de dividendos a los accionistas de la Compañía, con un crecimiento importante hasta el año 2014 con US\$72,676 mil, mostrando una tendencia de crecimiento.

De acuerdo al análisis general realizado sobre los estados financieros de UNACEM ECUADOR S.A. por los períodos del 2011, 2012, 2013 y 2014, se puede determinar el crecimiento que la compañía ha ido teniendo en el tiempo, la solidez y rentabilidad obtenidos, a más de su posicionamiento en el mercado, lo que han hecho que sea atractiva para inversionistas para crear sinergias y diversificar sus productos. Por ello es

importante notar que si consideramos el activo neta de la Compañía al 2014 es de US\$138,397 mil, que si aplicamos por el porcentaje de compra realizado en la OPA de 98.57 correspondería a US\$136,418 mil el precio según libros contables; sin embargo el precio pagado en el OPA fue de US\$517,100 mil, existiendo una diferencia de US\$380,682 mil el cual es considera como Crédito mercantil positivo, que nos es más que la sobrevaloración derivada de la comparación a la fecha de adquisición, del precio de adquisición con el porcentaje de participación del adquirente en los activos pasivos y pasivos contingentes valorados a su valor razonable. Lo indicado anteriormente más las perspectivas de crecimiento en la industria del cemento de acuerdo con el estudio realizado por la INP, dan como resultado que inversionistas vean rentable su adquisición.

3.7.1.4 Resultados UNACEM ECUADOR S.A.

UNACEM S.A.A. en su Memoria Anual 2014, describe la operación de OPA realizada y lo importante de la compra de acciones de UNACEM ECUADOR S.A. para su grupo económico.

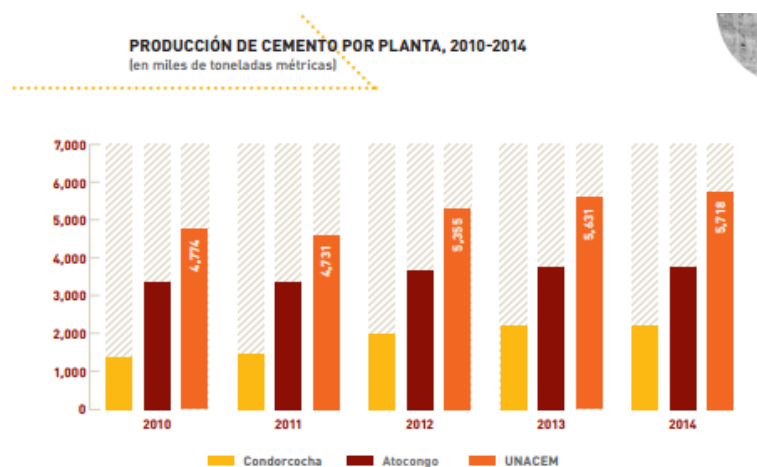
De las acciones de UNACEM ECUADOR S.A. se convirtió en el hito que marcó nuestra expansión en la región la compra del 98.57%.



UNACEM Ecuador S.A. cuenta con una planta ubicada en Otavalo, en la provincia de Imbabura. Tiene una capacidad de producción de 1 millón de toneladas de

clínker y de casi 1.5 millones de toneladas de cemento; una operación integrada con reservas de caliza desde hace más de 60 años; y una amplia red de distribución que le permite atender eficientemente al mercado ecuatoriano. Se trata de una operación que viene trabajando con eficiencia operativa y financiera, pero, sobre todo, que se encuentra en un mercado con gran potencial de crecimiento.

Con la incorporación de UNACEM Ecuador S.A., UNACEM, junto con sus subsidiarias, tiene una capacidad consolidada de producción de cemento de aproximadamente 9.7 millones de toneladas, lo que afianza nuestro crecimiento y compromiso con la región.



El 25 de noviembre de 2014, fecha en la que se realizó la oferta pública de acciones en la Bolsa de Valores de Quito, iniciamos la consolidación de UNACEM Ecuador S.A. como parte de nuestras subsidiarias.

Las actividades de UNACEM Ecuador están encaminadas a la explotación y fabricación de cemento y sus derivados. Esta compañía tiene, a su vez, dos subsidiarias, de las cuales es accionista con propiedad del 99.99%.

GRACIAS A NUESTRA EFICIENCIA OPERATIVA
Y A LAS SINERGIAS OBTENIDAS DE LA FUSIÓN.

NUESTRAS VENTAS NETAS
CRECIERON 6.1%

Y NUESTRO EBITDA 14.3%.

Durante 2014, la producción total de la empresa fue de 1,458,851 t y sus ventas alcanzaron las 1,452,511 t. De estas, 74.6% corresponden a ventas en bolsas y 25.4%, a ventas a granel. (UNACEM S.A.A., Memoria anual 2014)

Este documento evidencia que las decisiones tomadas por parte del Oferente fueron las adecuadas para su grupo económico y esperar resultados positivos importantes, así como el posicionamiento dentro del sector, como una compañía sólida y segura.

3.7.2 TOMA DE CONTROL ARCA CONTINENTAL

Arca Continental y la Compañía Coca-Cola anunciaron, la adquisición de la mayoría accionaria del Holding Tonicorp, empresa líder en el segmento de productos lácteos y uno de los grupos más importantes en el sector de consumo en Ecuador, integrado por las empresas Industrias Lácteas Toni S.A., Heladosa S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A. Dipor S.A, Cosedone y Fabacorpsa. “Con el propósito de consolidar su estrategia de innovación y ampliar su portafolio de bebidas en una región con importante potencial de crecimiento, Arca Continental y la Compañía Coca-Cola fortalecieron su relación de largo plazo y trabajo conjunto, al acordar participar en esta sociedad en un esquema de partes iguales”, dijeron en un comunicado. Por su parte, Louis Balat, Gerente General de Coca-Cola de Ecuador S.A. señaló: “Consistente con la Visión 2020 de ser una de las compañías líderes en cada categoría de bebidas no alcohólicas listas para beber, buscamos constantemente ofrecer un portafolio que permita atender las necesidades de los ecuatorianos. La inversión en el Holding Tonicorp, nos permitirá seguir innovando en nuevos segmentos de mercado y ratificando nuestro compromiso con el país”. Francisco Alarcón Fernández-Salvador, presidente del Holding Tonicorp, destacó en el comunicado que la inversión representa un reconocimiento y aval al éxito y la solidez del grupo, así como un voto de confianza para el país, atrayendo nuevas y valiosas inversiones para impulsar el desarrollo del Ecuador (El Comercio, Redacción de Negocios, 2014).

Con fecha 16 de marzo del 2014 ARCA ECUADOR S.A. publicó el anuncio de toma de control y anuncio de OPA, que consiste en la compra de un paquete accionario que representa el 87.37% del capital suscrito y de votos de Holding Tonicorp S.A.

Con fecha 16 de abril del 2014, el oferente publicó un anuncio complementario comunicando a los accionistas minoritarios la adquisición máxima de hasta 8,746,698 acciones equivalentes al 12.63% del capital suscrito y de votos de Holding Tonicorp S.A.

La autorización para este proceso no se encuentra publicado en la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil, como lo señala la normativa vigente.

A continuación las publicaciones realizadas por Arca Continental sobre el proceso de adquisición de acciones, contenido en el Informe Anual 2014.

Trabajando en conjunto con nuestros socios en Arca Continental Sudamérica, continuamos el camino de crecimiento rentable en negocios

adyacentes al núcleo de nuestras competencias, al concretarse la adquisición de Tonicorp, líder en lácteos de alto valor agregado en Ecuador, transacción realizada en sociedad a partes iguales con la Compañía Coca-Cola, reflejo de la mutua confianza y compromiso de largo plazo para crecer en la región. Igualmente y con el objetivo de atender la creciente demanda de nuestros productos con una mayor calidad y sustentabilidad, iniciamos con los preparativos en Machachi, Ecuador, para la construcción de una moderna planta embotelladora.

En Ecuador, avanzamos en el despliegue y homologación de mejores prácticas comerciales y de operación, como el sistema de excelencia operacional, entre otros, que nos permitirá perfeccionar la cultura, hábitos y actitudes de los colaboradores, fomentando el trabajo en equipo, así como la detección de áreas de oportunidad y planes específicos para su solución.

Bebidas Sudamérica en 2014 iniciamos el despliegue de la metodología de excelencia operacional en dos plantas de Ecuador buscando certificación en el 2015.

+16.6% Flujo operativo
en Tonicorp desde
su integración

Arca Continental ha incorporado como parte de la operación conjunta a partir del 15 de abril de 2014, fecha en que Toni obtuvo control efectivo, su porcentaje de participación en esta operación conjunta incluyendo provisionalmente la parte proporcional de los activos y pasivos de Tonicorp que le corresponden.

3.7.3 TOMA DE CONTROL GRUPO PROMERICA

La autorización para este proceso no se encuentra publicado en la página web de la Bolsa de Valores de Guayaquil, como lo señala la normativa vigente.

Los datos han sido tomados en base a las publicaciones de prensa que se realizaron sobre este tema en el país.

La venta del 56% del paquete accionario del Produbanco al Promerica se llevó a cabo en la Bolsa de Valores de Guayaquil. Un total de 108.6 millones de acciones, a un precio de USD 1,20 por acción, fue parte de la negociación entre ambas instituciones financieras. Desde el pasado 12 de marzo, Promerica disponía de un plazo entre siete y 30 días, para pagar, de contado según lo acordado entre las partes, los USD 130,3 millones del valor de la operación. El proceso, sin embargo, se cumplió inmediatamente y se realizó a través de la casa de valores Ecuabursátil.

El Promerica compró el 56% del capital, es decir, tiene el control del Produbanco pero no es dueño de todo el patrimonio (Diario El Comercio, 2014).

La Junta Directiva del Grupo Promerica: Las sinergias que mantenemos, con el resto de instituciones financieras del Grupo Promerica en América Central, el Caribe y América del Sur, permiten crear asociaciones que han ampliado el impacto de nuestros productos y servicios, trascendiendo fronteras con una sola marca, productos y procesos estandarizados, y mejores prácticas bancarias internacionales. Hoy el Grupo Promerica administra activos por casi US\$ 11 mil millones, siendo nuestra más reciente adquisición, la mayoría de acciones de Produbanco, el cual, fue exitosamente integrado en octubre con Banco Promerica Ecuador, convirtiéndonos en la segunda institución en tamaño de acuerdo a depósitos en ese país (Grupo Promerica Nicaragua, 2014).

3.8 Propuesta del Esquema Normativo de la OPA en el Ecuador

El presente capítulo contiene la propuesta general del esquema que a mi criterio debe contener la normativa para el sistema de Oferta Pública de Adquisición, la cual está formulada con las normativas comparadas analizadas de los países de Colombia, Chile, Perú y España, incluidas en el punto 3.6 de este capítulo.

Ofertas públicas obligatorias de adquisición de acciones

- ✓ Someter al procedimiento de OPA la adquisición que permita la toma de control de una sociedad cuando alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o si es menor y designe administradores estos sean más de la mitad de su órgano de administración.
- ✓ Las acciones que se encuentren a disposición de compra deben tener el poder de derecho a voto.
- ✓ La oferta debe dirigirse a todos los titulares de las acciones que tengan derecho a voto.
- ✓ La presentación de la oferta deberá presentarse en un plazo máximo de un mes a partir que se alcance el control.

Es muy importante determinar la participación de control para la adquisición, ya que en la normativa actual se habla únicamente de una participación significativa, sin determinar umbrales. Así como establecer que las acciones que se oferten deberán ser las que tienen derecho a voto.

Cómputo de los derechos de voto

Los derechos de voto serán atribuidos a una misma persona cuando pertenezcan a un grupo económico o por un poder conferido, además los que tengan el derecho por concepto de usufructo o prenda u otro título contractual.

Precio equitativo

- ✓ El precio o contraprestación determinado para la OPA será el más elevado al que el oferente haya pagado o acordado durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.
- ✓ Si la OPA fue formulada antes de la determinación de la adquisición, el precio no deberá ser menor al calculado conforme reglas de valoración; estas reglas de valoración deberán ser determinadas por el Catastro Público del Mercado de Valores.
- ✓ Cuando la OPA no se formula en su plazo máximo de devengarán intereses sobre la contraprestación a la tasa de interés legal hasta que se presente la oferta, a más de las sanciones que se apliquen.

Oferta por exclusión.

La sociedad afectada al decidir la exclusión de negociar sus acciones en el mercado bursátil, deberá realizar el procedimiento de la OPA obligatoriamente a excepción de que:

- Se produzca la compraventa forzosa
- Cuando todos los accionistas por unanimidad renuncien a la venta de sus acciones mediante la OPA.
- Cuando liquiden la entidad y los mismos accionistas pasen a ser accionistas de otra entidad participe del mercado de valores.

Garantías de la oferta

- ✓ El oferente deberá acreditar ante el Catastro Público del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta. Cuando es en efectivo, la garantía debe constituirse por el valor total de la contraprestación ofrecida, mediante un aval de una institución financiera, con la finalidad que se garantice el pago.

- ✓ Cuando la contraprestación ofrecida es mediante emisión de valores por la entidad oferente, se pueden precautelar el cobro del precio mediante garantías que cubran la responsabilidad de pago, y estas serán devueltas cuando se haya efectuado el aumento del capital.

El solicitar las garantías necesarias pretende dar mayor seguridad a los beneficiarios de la sociedad afectada para el cumplimiento del cobro de las obligaciones, ya que se este proceso de adquisición lleva mucho tiempo y costos elevados.

Presentación de la oferta

La entidad ofertante sea persona natural o jurídica que esté obligada a formular una OPA, deberá solicitar autorización al Catastro Público del Mercado de Valores.

Dicha solicitud deberá contener las principales características de la oferta.

A la solicitud se deberá adjuntar la propuesta de la oferta, para que los interesados a quienes va dirigida la oferta puedan dar su criterio sobre esta.

El plazo para que el Catastro Público del Mercado de Valores se pronuncie sobre el la solicitud y prospecto será de mayor a 7 días hábiles, pasado ese tiempo se entenderá que se admite el trámite.

Contenido del prospecto

El prospecto de la oferta, se redactará de tal manera que resulte fácil el análisis y comprensión de su contenido; este deberá contener información amplia.

El Catastro Público del Mercado de Valores podrá exigir a la entidad oferente que incluya en el prospecto información adicional que estime necesaria. El prospecto de la oferta deberá contener información básica y en idioma castellano.

Autorización de la oferta

El Catastro Público del Mercado de Valores revisará el prospecto presentado y la documentación complementaria requerida y autorizará o denegará la oferta en un plazo de veinte días hábiles contados a partir de la recepción de la solicitud.

Publicación de la oferta por la entidad oferente

Una vez recibida la autorización, la entidad oferente deberá dentro del plazo máximo de cinco días hábiles, deberá publicar la oferta. El anuncio deberá contener los datos principales que constan en el prospecto y el lugar en donde dicho prospecto se encuentren a disposición de todos los interesados.

Plazo de aceptación

La entidad oferente determinará el plazo para la aceptación de la oferta, no menor a quince días o mayor a 70, contados a partir de la publicación del anuncio de la oferta

La ampliación del plazo podrá ser aceptado, si se encuentra dentro del plazo máximo inicial, previa comunicación al Catastro Público del Mercado de Valores.

Irrevocabilidad y condiciones de la oferta

Las ofertas públicas de adquisición tendrán la condición de irrevocables a partir del anuncio público, sin lugar a modificaciones, desistimientos o cesaciones.

Las modificaciones podrían ser aceptadas siempre y cuando las condiciones para los destinatarios de la sociedad afectada sean favorables y mejore la contraprestación ofrecida. Dichas modificaciones no deberán ser contrarias al principio de igualdad de trato para todos los accionistas.

Ofertas competidoras

Ofertas competidoras son las ofertas públicas de adquisición que afecten a otras que se hayan previamente presentado al Catastro Público del Mercado de Valores cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y cumplan con las condiciones siguientes:

- a) Deberá ser presentada en cualquier momento durante la presentación de la oferta inicial hasta el quinto día anterior a la finalización de su plazo de aceptación.
- b) El número de valores no deberá ser inferior al de la última oferta precedente.
- c) Mejorar la contraprestación ofrecida

Autorización de la oferta competidora

El Catastro Público del Mercado de Valores autorizará y difundirá su decisión a través de su página web.

CAPÍTULO IV

RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LA APLICACIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

4.1 Introducción

Las Compañías en la actualidad están buscando retos que les permitan ser competitivos en los mercados locales e internacionales, generando procesos, productos y servicios de mejor calidad con precios competitivos, haciendo que sus compañías se expandan, sean perdurables en el tiempo y se posesionen en los mercados, y obviamente obteniendo rendimientos positivos para sus accionistas. Al incluir en la normativa ecuatoriana este sistema dentro del mercado de valores, es importante mencionar los retos y oportunidad que la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición puede generar:

4.2 Retos y oportunidades

Incentivar a entidades de accionariado abierto ingresar al mercado de valores

Como se mencionó en capítulos anteriores en el Ecuador de 47.678 compañías reguladas en el 2013, apenas 565 es decir el 0.55% son entes inscritos en el mercado de valores y el 90% que equivale a 42,910 son empresas familiares. Cifras que indican que en el país aún el mercado de capitales no ha tomado el suficiente impulso, importancia y divulgación de los beneficios que tendrían las compañías en pertenecer a este mercado.

El primer reto les corresponde a los entes de gobierno, en dar a conocer que el mercado de capitales es un componente importante para el desarrollo de las economías de los países, que busca canalizar el excedente de recursos para ser invertidos en los sectores productivos, mejorando las perspectivas de crecimiento; siendo inclusivo para que todas las compañías públicas, privadas y personas naturales puedan participar, sea como oferentes – emisores y / o demandantes – inversionistas.

Además las regulaciones legales deben buscar que al mercado de capitales se le vea como una institución transparente y equitativa, en donde se lleguen a puntos de

acuerdo satisfactorios para las partes que participan, buscando siempre solidificar confianza.

Por tanto es muy importante la socialización de los beneficios de participar en el Mercado de Valores Ecuatoriano, para poder aplicar estos sistemas de financiación e inversión, para así romper los paradigmas de seguir con los sistemas tradicionales; lo más importantes es convocar a las compañías interesadas o poner mayor énfasis a las compañías de accionariado familiar, para que los mitos sobre pérdida de control se desvanezcan y puedan abrir su visión de mercado, mostrando los beneficios que ingresar al Mercado de Valores puede ofrecer. Adicionalmente a esto los órganos competentes del país, debería crear incentivos, lo cual permitirá obtener más compañías cotizadas en el mercado bursátil, lo cual atraería mayor inversión extranjera y crecimiento local.

Al lograr que una mayor participación en el mercado de valores, existirá confianza de los inversores obteniendo beneficios no solo para estos, sino también un crecimiento en los indicadores macroeconómicos.

Controlar y supervisar a entidades inscritas en el mercado de valores

Control efectivo del buen funcionamiento del mercado de valores para las sociedades inscritas, es un reto muy importante ya que el dar seguimiento de los procesos que se deben aplicar en base a lo que establece la normativa vigente acompañado de una supervisión adecuada de los riesgos permitirá una promoción efectiva de los productos, dinamizar el mercado de valores haciéndolo atractivo para inversionistas y busquen dentro del mercado ecuatoriano compañías sólidas en donde al estar registradas cumplen con los parámetros establecidos y su información está disponible, ya que sus operaciones son públicas.

Socializar el sistema de Oferta Pública de Adquisición

Socializar el objetivo primordial que conlleva la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición que en todo sentido es la protección a los accionistas minoritarios con una distribución equitativa de la prima de control, en donde se busca el beneficiar a todos los

accionistas mayoritarios y minoritarios con un mismo precio por la venta de sus acciones; entendiéndose a la prima de control como el poder que tendrá la entidad oferente frente a la sociedad afectada, de gestionar y determinar el consejo administrativo para ejercer su poder de decisión con la finalidad de obtener rentabilidad económica a través de su inversión.

Al aplicar la OPA el cambio de control beneficiará a los accionistas minoritarios que decidan mantenerse en la compañía ya que buscarán maximizar los resultados para recuperar los costos desembolsados en la compra de las acciones.

Establecer una normativa amplia y clara para la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición

La normativa legal existente y muy general, entonces se debe establecer parámetros legales claros que orienten la definición, alcance y objetivos para la preparación de una Oferta Pública de Adquisición, sus términos, garantías y obligaciones, tanto para las sociedades afectadas como para las entidades oferentes; enfocadas siempre a la finalidad de esta figura que es la protección a los accionistas minoritarios con una distribución equitativa de la prima de control, transparencia de la información y trato igualitario a todos los accionistas de las compañías afectadas, lo que creará confianza y seguridad jurídica.

Con el principio de protección a los accionistas minoritarios se obtendrá dar seguridad de no quebrantar sus intereses, poder tomar decisiones de continuar o no en la compañía afectada con sus mismos derechos y en caso de querer ofertar su parte accionaria, ser considerada para la venta en las mismas condiciones que los accionistas mayoritarios, es decir que la prima de control o sobreprecio al que se coticen las acciones sea distribuido de forma equitativa; el principio de transparencia de la información hará que los accionistas siempre cuenten con información detallada para la toma de decisiones, mediante un prospecto que la entidad oferente debe presentar para la aplicación de la OPA; el principio de igualdad es importante ya que con este busca que

todos los accionistas de la compañía afectada reciban la información de la OPA al mismo tiempo y forma, para evitar que unos sean beneficiados más que otros.

Delimitación del poder de los administradores

La OPA es sinónimo de toma de control, por tanto al ser aplicada los nuevos accionistas deberán buscar mecanismos efectivos para delimitar el poder de los administradores para asegurar una gestión más eficiente orientada a los intereses de los accionistas de la compañía, ya que existe un conflicto entre la propiedad y el control, en donde los objetivos de estos dos actores se contraponen, con la finalidad de lograr suprimir el control obtenido de los administradores al hacer que el ejercicio de sus funciones sea en base a la planificación estratégica deliñada por la compañía, garantizando que su gestión sea más cuidadosa enfocada a los intereses de los accionistas.

Por tanto los administradores buscarán que los recursos sean eficientes, en donde los costos y gastos de maximicen, y los empleados rindan de una forma óptima para no ser separados de la organización. Con esto también se busca que los administradores busquen y apliquen formas innovadoras de dirigir a la compañía.

Eficiencia social y económica

Obtener eficiencia social dentro del área del personal de la compañía que busque conocer sus necesidades e intereses y las expectativas que se espera de la nueva administración, ya que siempre existirá la incertidumbre y riesgo de mantener sus puestos de trabajo; para esto se deberá establecer una buena comunicación y delineamientos claros de los que se espera de los empleados y en base a objetivos siempre se encontrará atado el eficiencia económica; ya que al encontrarse el personal a gusto hará que los activos sean más productivos y se alcanzarán los objetivos de la entidad, existiendo complementación de bienestar y rentabilidad.

Economías de escala

Las organizaciones que se encuentran aplicando este sistema de Oferta Pública de Adquisición busca una alternativa rentable de expansión, y esta expansión no es más que

la economía de escala en donde las ventajas es que los costos de un producto por unidad disminuya a medida que la producción aumenta.

A pesar que la OPA pueda considerarse como una limitación para la formación de nuevas estructuras empresariales, es muy importante evaluar el tipo de industria ya que pueden existir barreras de entrada en donde lo más beneficioso es la compra de una organización ya establecida que la inversión de una nueva infraestructura y posicionamiento en el mercado que será a largo plazo obtenerlo y con esto el retorno de la inversión no sea a mediano plazo.

Apertura de mercados internacionales

Con la aplicación de la OPA, muchas compañías podrán expandirse y con esto ampliar su capacidad para competir no solo en los mercados locales, sino internacionales, incrementando el flujo comercial y con esto el incremento de empleo.

Al abrirse a los mercados externos, los bienes o los servicios deben ser de calidad y precios competitivos, para que los clientes sean beneficiados y así crear fidelidad de estos.

Innovación tecnológica y de conocimiento

La entidad oferente al tomar el control accionarial de la sociedad afectada y cuyo objetivo principal es la expansión con rendimientos económicos importantes, traerá consigo innovación tecnológica con la visión de introducir al mercado nuevos productos o servicios y/o mejorar los existentes mediante la aplicación de procesos efectivos, mejorará los procesos productivos y aplicará cambios de manera continua de acuerdo a los cambios de tecnología que exija el sector para ser competitivos.

Todos estos cambios en la tecnología vienen atados la gestión de la dirección y su personal, ya que la innovación tecnológica para ser aplicada necesita del conocimiento ya que este desarrolla nuevas capacidades. Entonces el desarrollo de la sociedad dependerá de la creación de conocimiento, que proporcionará innovación continua para obtener ventajas competitivas.

Incentivos tributarios para los participantes del mercado de valores

Se deben tomar iniciativas para impulsar el crecimiento del mercado de valores, para que sea atractivo para los inversionistas, por esto es muy importante que las autoridades tomen retos importantes de revisar las normas actuales para que se pueda alcanzar el dinamismo y perfeccionamiento del mercado de valores. Actualmente se debe considerar el exonerar de impuestos, a las ganancias de capital por la venta ocasional de acciones e incremento en el valor de estas; exonerar del impuesto a la herencia en la tenencia de acciones con el objetivo que más entes se concentren en negociar las acciones en el mercado bursátil.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Desarrollados el contenido de los capítulos anteriores y obtenido un conocimiento más amplio sobre el funcionamiento del mercado de valores ecuatoriano, las empresas que actualmente participan en este mercado son pocas y sustancialmente la normativa de la Oferta Pública de Adquisición, comparada con otros países de la región, que ha permitido llegar a conclusiones procurando exponer el punto para ampliar la normativa del Ecuador, a pesar de no tener la misma economía, la normativa puede ser adoptada y/o adaptada a nuestra realidad de país; esto me ha permitido vislumbrar “RETOS Y OPORTUNIDADES DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OPA PARA EL SECTOR EMPRESARIAL ECUATORIANO Y EL MERCADO DE VALORES” puede ofrecer.

Adicionalmente en este capítulo se incluirán recomendaciones que ha mi criterio resultarán útiles para el análisis de la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición para las compañías que cotizan en el mercado de valores, así como el afianzar la estructura de este para lograr mayor número de participación.

5.1 Conclusiones

5.1.1 Generales

- ✓ La instauración de la Oferta Pública de Adquisición de forma general representa retos y oportunidades en donde permitirá a las compañías diversificar sus capitales, ampliar su mercado y obtener mejores beneficios económicos

- ✓ Para esto es necesario dar a conocer los beneficios y ventajas que trae consigo el ingreso de nuevas compañías en el Mercado de valores, tales como el poder determinar un precio justo para sus operaciones, mediante la presentación de información transparente que permita la toma de decisiones adecuadas y oportunas; además de reflejar una imagen corporativa sólida y obtener una mayor

difusión de la compañía mediante la publicidad que otorga estar dentro de este medio.

- ✓ El objetivo principal de la Oferta Pública de Adquisición consiste en la protección a los accionistas minoritarios mediante la distribución equitativa y transparente de la prima de control; y la alternativa de salir de la compañía si no está conforme con el nuevo órgano de control o el de permanecer en ésta si los cambios de representación pueden traer beneficios importantes.

5.1.2 Específicos

- ✓ El funcionamiento del mercado de valores en el Ecuador se está desarrollando como una fuente importante para canalizar el excedente del ahorro, para que pueda ser invertido en el sector productivo. Sin embargo hasta el hasta el año 2013, según cifras de la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores apenas el 0.55% de 47.678 empresas reguladas en el Ecuador se encuentran inscritas, lo que lleva a la titánica tarea de dar a conocer al mercado de valores ya que este aporta a más de beneficios a sus participantes, al desarrollo económico del país.
- ✓ En el Ecuador el 90% de las compañías son familiares, lo que hace que sus accionistas tengan temor a la pérdida de control y poder, ya que su estructura está dada por objetivos comunes y en forma general en un liderazgo equívoco que no se discute; lo que ha impedido que sus compañías puedan ingresar al mercado de valores.
- ✓ La Oferta Pública de Adquisición, es una figura jurídica cuyo objetivo es la toma de control de una compañía, que cotiza sus acciones en el mercado de valores; básicamente se aplican en los mercados organizados.

- ✓ Este sistema ha tenido una evolución importante a partir de la década de los 50' en Inglaterra y en España hasta la fecha, en donde se han determinado los principios básicos de esta figura como son:
 - protección a los accionistas minoritarios con una distribución equitativa de la prima de control,
 - transparencia de la información y
 - trato igualitario a todos los accionistas de las compañías afectadas

- ✓ Estos principios en las legislaciones de países analizados de la región como Colombia, Chile, Perú y España se han fundamentado, este último siendo el que ha desarrollado este sistema. Concluyendo que la legislación española a mi juicio es la base para la adaptación o adopción de normativa para su aplicación.

- ✓ En el Ecuador esta figura completa recientemente fue aplicada en el año 2014 siendo la sociedad afectada UNACEM ECUADOR S.A. (Antes Lafarge Cementos S.A.) y la entidad oferente UNACEM S.A.A., y de acuerdo al análisis financiero general aplicado esta sociedad afectada fue atractiva por su solidez en el mercado ecuatoriano y posicionamiento; sin embargo la normativa que regula su aplicación se encuentra en estudio y desarrollo.

- ✓ De acuerdo al análisis general realizado sobre los estados financieros de UNACEM ECUADOR S.A. por los períodos del 2011, 2012, 2013 y 2014, se observa su crecimiento, solidez y rentabilidad obtenida, así como su posicionamiento en el mercado, lo que ha hecho que sea atractiva a inversionistas para crear sinergias y diversificar sus productos. El activo neto de la Compañía al 2014 fue de US\$138,397 mil, y su compra fue del 98.57% de sus acciones fue por US\$517,100 mil; es decir que el Crédito mercantil positivo, que nos es más que la sobrevaloración derivada de la comparación a la fecha de adquisición, del precio de adquisición con el porcentaje de participación del adquirente en los activos pasivos y pasivos contingentes valorados a su valor razonable fue de US\$380,682

mil.; adicionalmente las perspectivas de crecimiento en la industria del cemento de acuerdo con el estudio realizado por la INP, dieron como resultado que los inversionistas vean rentable su adquisición.

- ✓ La figura de OPA en el Ecuador actualmente es a priori, es decir el procedimiento inicial es formular una OPA, sin considerar la toma de control efectiva de la sociedad, poniendo en riesgo su objetivo principal que es la protección a los accionistas minoritarios.
- ✓ La OPA como toma de control de cierta manera norma que la toma de decisión para la venta o no de acciones secundarias sea por parte de los accionistas y no de los administradores, mitigando el riesgo de responder a los intereses de estos últimos, suprimiendo el poder que han obtenido y garantizando que su gestión sea más cuidadosa a los intereses de los accionistas.
- ✓ La normativa contenida en la Ley de Mercado de Valores ecuatoriano es muy básica, y no se ha desarrollado un tratamiento específico para la OPA dentro de esta ley, así como un marco regulatorio complementario; en el capítulo III se han considerado puntos importantes como esquema para la aplicación de la OPA, como: su obligatoriedad, el umbral de participación de control, precio o contraprestación equitativa, garantías, plazos por cada paso a seguir y lineamientos específicos del contenido del aviso y prospecto de la oferta.
- ✓ Uno de los aseguramientos para no perjudicar a la sociedad afectada es que la formulación de una OPA sea de carácter irrevocable y de suspender el proceso se apliquen sanciones importantes sobre los responsables.
- ✓ Para finalizar se enuncian retos y oportunidades que el sector empresarial ecuatoriano podría obtener al conocer y aplicar el sistema de la Oferta Pública de Adquisición, que en conclusión de acuerdo al análisis realizado será positivo para

el crecimiento económico de todos sus actores, que al inicio su aplicación podrá presentar riesgos y aprendizajes importantes hasta su perfeccionamiento en el país.

5.2 Recomendaciones

- ✓ Dar a conocer por parte de las autoridades del Estado, que el mercado de capitales es un componente importante para el desarrollo de las economías de los países, que busca canalizar el excedente de recursos para ser invertidos en los sectores productivos.
- ✓ Realizar un reordenamiento con miras a que las empresas, especialmente las familiares sobrevivan ante las nuevas generaciones, esto mediante la difusión de las bondades que el Mercado de capitales puede brindar, para que ingresen y se puedan fortalecer; y que esta pueda generar mecanismos alternativos para otorgar mayor seguridad en sus operaciones financieras.
- ✓ Desarrollar e instaurar la normativa de la Oferta Pública de Adquisición como forma de protección a los accionistas minoritarios y que contenga el tratamiento específico para este sistema, así como un marco regulatorio complementario.
- ✓ Definir en el marco jurídico la OPA, como un sistema “a posteriori” de acuerdo a la normativa comunitaria.
- ✓ Considerar los puntos enunciados en el capítulo IV sobre los Retos y Oportunidades para la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición, en el cual en base al análisis efectuado a mi criterio se deben considerar:
 - Incentivar a entidades de accionariado abierto ingresar al mercado de valores.
 - Controlar y supervisar a entidades inscritas en el mercado de valores.
 - Socializar el sistema de Oferta Pública de Adquisición.

- Establecer una normativa amplia y clara para la aplicación de la Oferta Pública de Adquisición.
 - Delimitación del poder de los administradores.
 - Eficiencia social y económica.
 - Economías de escala.
 - Apertura de mercados internacionales.
 - Innovación tecnológica y de conocimiento.
 - Incentivos tributarios para los participantes del mercado de valores.
- ✓ Considerar las premisas contenidas en este trabajo empírico ya que al ser una figura nueva en el país, aún no se puede evaluar su aceptación por las compañías que cotizan en el mercado de valores, esta investigación puede servir de punto de partida para otras sobre la aplicación del sistema y sus beneficios.

BIBLIOGRAFÍA

- Boletín Normativo BVC . (01 de 08 de 2014). Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia S.A. Colombia.
- BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. (s.f.). <http://www.mundobvg.com>.
Recuperado el 2 de junio de 2015, de <http://www.mundobvg.com/institucion.asp>:
<http://www.mundobvg.com>
- BOLSA DE VALORES DE QUITO. (14 de Noviembre de 2014). *bolsadequito.info*. Obtenido de <http://www.bolsadequito.info>
- Bolsa de Valores de Quito. (Diciembre de 2014). www.bolsadequito.com.
Obtenido de Boletín mensual.
- Bolsa de Valores de Quito. (1 de Marzo de 2015). <http://www.bolsadequito.info/emisores>.
Recuperado el 17 de Mayo de 2014, de <http://www.bolsadequito.info/emisores>:
<http://www.bolsadequito.info/emisores>
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-bolsas-de-valores/>.
Recuperado el 15 de Enero de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-bolsas-de-valores/>:
<http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-bolsas-de-valores/>
- Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>.
Recuperado el 8 de Junio de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>:
<http://www.bolsadequito.info>
- Cacciani Cuesta, C. E. (2013). *Repositorio UDLA*. Obtenido de UDLA_EC_TAB_2013-2014.
- Campoverde, F. (2012). Instituciones Fnancieras y de Mercados. *Mercado de Valores en el Ecuador*, 15. Ecuador. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014
- Canessa C., R. (21 de Noviembre de 2011).
<http://www.tecnicasdetrading.com/2010/11/historia-mercado-de-valores.html>.
Recuperado el 25 de Mayo de 2015, de <http://www.tecnicasdetrading.com/2010/11/historia-mercado-de-valores.html>

Christensen, N. (22 de marzo de 2014). "En el Ecuador, el 90% son empresas familiares". *Diario Expreso*.

Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro I. (12 de Septiembre de 2014). Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro I. *Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro I(332)*. Ecuador: Registro Oficial. Recuperado el 19 de Abril de 2015

CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES. (12 de Septiembre de 2014). CODIGO ORGANICO MONETARIO Y FINANCIERO, LIBRO II LEY MERCADO VALORES. Quito, Ecuador. Obtenido de http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/codigo_organico_monetario_financiero_2014.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). Las OPAS. Qué son y cómo actuar. Madrid, España: Oficina de atención al inversor.

Congreso Nacional. (28 de Mayo de 1993). Ley de Mercado de Valores. *Ley de Mercado de Valores Ley No. 107(107)*, 21. Ecuador. Recuperado el 13 de febrero de 2014, de <http://www.cetid.abogados.ec/archivos/94.pdf>:
<http://www.cetid.abogados.ec/archivos/94.pdf>

Consejo Nacional de Valores. (28 de Abril de 2015). Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores*, 238. Ecuador. Recuperado el 17 de Junio de 2015

Desconocido. (s.f.). http://profesores.fi-b.unam.mx/jlfl/Seminario_IEE/tecnicas.pdf.

Descuadrando. (1 de Junio de 2011).
http://descuadrando.com/Oferta_p%C3%BAblica_de_adquisici%C3%B3n.
Recuperado el 12 de Diciembre de 2014, de <http://descuadrando.com>:
http://descuadrando.com/Oferta_p%C3%BAblica_de_adquisici%C3%B3n

Diario El Comercio. (2014). <http://www.elcomercio.com>.
Obtenido de <http://www.elcomercio.com>:
<http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/grupo-promerica-concreto-compra-del.html>

Diez Estella, F. (2013). *TEMA 13. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPAS*.

Recuperado el 20 de Septiembre de 2014,

de www.fernandodiezestella.com/derecho_mercantil/tema_13:

www.fernandodiezestella.com/derecho_mercantil

Economipedia. (2015). <http://economipedia.com/definiciones/opa.html>. Obtenido de <http://economipedia.com/definiciones/opa.html>

El Comercio, Redacción de Negocios. (15 de Abril de 2014). *El Comercio*. Obtenido de <http://www.elcomercio.com>: <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/arca-continental-y-coca-cola.html>

ENCICLOPEDIA FINANCIERA. (s.f.).

<http://www.encyclopediainanciera.com/sistema-financiero/mercados-financieros/funciones.htm>. Recuperado el 2 de Junio de 2015, de <http://www.encyclopediainanciera.com/sistema-financiero/mercados-financieros/funciones.htm>

Fernández, A., & Gómez-Ansón, S. (1999). Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el Mercado de Valores español. *Investigaciones Económicas*. Universidad de Oviedo.

Gallardo de Parada, Y., & Moreno Garzón, A. (1998). *Instituto Colombiano para el fomento de la Educación superior, ICFES*. Recuperado el 20 de enero de 2015, de Universidad Libre Web site: <http://www.unilibrebaq.edu.co>

Grupo Promerica Nicaragua. (2014).

https://www.banpro.com.ni/pdfs/Memorias/MEMORIA_2014.pdf. Obtenido de https://www.banpro.com.ni/pdfs/Memorias/MEMORIA_2014.pdf: https://www.banpro.com.ni/pdfs/Memorias/MEMORIA_2014.pdf

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (1997). *Metodología de la investigación*. México: McGraw-Hill.

Hincapié Guitiérrez, S. (28 de Enero de 2014).

<http://sanjahingu.blogspot.com/2014/01/metodos-tipos-y-enfoques-de.html>. Obtenido de <http://sanjahingu.blogspot.com/2014/01/metodos-tipos-y-enfoques-de.html>

Instituto Nacional de Preinversión. (2013). *Instituto Nacional de Preinversión*. Recuperado el 2015, de Instituto Nacional de Preinversión Web site: <http://www.preinversion.gob.ec>

INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES. (Septiembre de 2006). Guía Estudiantil de Mercado de Valores. *Guía Estudiantil de Mercado de Valores, Conocimientos generales*. Quito, Ecuador. Recuperado el Mayo de 2015, de www.supercias.gob.ec

López, L. (13 de mayo de 2013). <http://enfoquecuantitativopositivismo.blogspot.com/>. Recuperado el 19 de enero de 2015, de <http://enfoquecuantitativopositivismo.blogspot.com/>: <http://enfoquecuantitativopositivismo.blogspot.com/>

López, M. (18 de Marzo de 2009). *El blog salmón*. Recuperado el 31 de Mayo de 2015, de <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/que-son-los-mercados-de-valores>

Mercado de Valores de Perú. (s.f.). Ley de Mercado de Valores. Perú: Ministerio de Economía y Finanzas.

Mercadode Valores - España. (21 de Julio de 2015). *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*. Obtenido de <https://www.boe.es>: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764>

Ministerio de Hacienda - Chile. (Enero de 2014). *Biblioteca del Congreso Nacional de Chile*. Obtenido de <http://www.bcn.cl>: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472&idVersion=2014-10-10>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público - República de Colombia. (2006). <http://www.minhacienda.gov.co>. Recuperado el 2015, de <http://www.minhacienda.gov.co>: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/regulafinan/InformacionHistorica/2006/DEC%20-1941-06.pdf>

Montealegre Cortés, J. (2011). *ijj.ucr.ac.cr*. Obtenido de <http://www.ijj.ucr.ac.cr>

Morles Hernández, A. (2001). *Oferta Pública de Adquisición*. Caracas, Venezuela: Universidad Católica Andrés Bello. Recuperado el 30 de Julio de 2015

Nacional, A. (12 de Marzo de 2014). Ley de Mercado de Valores. *Ley de Mercado de Valores*. Quito.

Pfeffer Urquiaga, F. (2001). *dialnet.unirioja.es*. Obtenido de <http://www.dialnet.unirioja.es>

Registro Oficial. (12 de Marzo de 2014). Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Búrsatil. *Ley Orgánica para el Fortalecimiento y*

- Optimización del Sector Societario y Búrsatil*. Quito, Ecuador: Registro Oficial. Obtenido de <http://www.registroficial.gob.ec>
- Revista Líderes Ecuador. (22 de Febrero de 2015). *www.revistalideres.ec*. Recuperado el 15 de Junio de 2105
- Santillán, F. (2014). Las empresas familiares son muy importantes en la economía de un país. *EKOS*, 126-127.
- Servicios de Rentas Internas SRI. (31 de Diciembre de 2014). REGLAMENTO PARA APLICACION LEY DE REGIMEN TRIBUTARIO INTERNO, LORTI. *Registro Oficial Suplementario 209*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- Superintendencia de Compañías y Valores. (2014). <http://www.supercias.gob.ec>. Obtenido de <http://www.supercias.gob.ec>: <http://www.supercias.gob.ec>
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2013). *Superintendencia del Mercado de Valores Ley de Mercado de Valores*. Obtenido de <http://www.smv.gob.pe>: http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=47B2B9233F21FBD0AFE89C672F9A5F96FCCA16C97C967EF6363FF89FD03825950CB484522D8FF84CFCB64B4F6607AC3BCBF3C6ADFA397310F2BFCEE627
- Tapia Hermida, A. (Mayo de 2008). <http://www.ucm.es/eprints>. Obtenido de Universidad Complutense: <http://eprints.ucm.es/7900/>
- UNACEM ECUADOR S.A. (2013, 2012). <http://www.unacem.com.ec>. Obtenido de <http://www.unacem.com.ec>: <http://www.unacem.com.ec>
- UNACEM ECUADOR S.A. (2014). *UNACEM ECUADOR S.A.* Recuperado el 2015, de UNACEM ECUADOR S.A. Web site: <http://www.unacem.com.ec>
- UNACEM S.A.A. (Memoria anual 2014). <http://www.unacem.com.pe>. Obtenido de <http://www.unacem.com.pe>: <http://www.unacem.com.pe/wp-content/uploads/2012/03/UNACEM-Memoria-Anual-2014.pdf>
- Unidad Editorial Información Económica S.L. (2015). *Expansión.com*. Obtenido de <http://www.expansion.com>: <http://www.expansion.com>
- Vera, A. (s.f.). <http://www.monografias.com/trabajos58/principales-tipos-investigacion/principales-tipos-investigacion2.shtml#ixzz3P87xp26R>. Recuperado el 10 de Enero de 2014, de <http://www.monografias.com>: <http://www.monografias.com>

Vives Ruiz, F. (2006). *CAPÍTULO XIII OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES: RÉGIMEN JURÍDICO Y MODALIDADES*. Obtenido de dialnet.unirioja.es: <http://www.dialnet.unirioja.es>

Vives Ruiz, F. (2006). *Ofertas Públicas de Adquisición de valores: Régimen Jurídico y modalidades*. Obtenido de Dialnet.unirioja.es: <http://www.dialnet.unirioja.es>

Wikipedia.org. (26 de julio de 2015). *Wikipedia.org*. Obtenido de Wikipedia Web site: <http://es.wikipedia.org>