

✓ ¿EL FIN JUSTIFICA LOS MEDIOS? LAS OPAS HOSTILES Y SU REGULACIÓN

NARGHIS TORRES

Abogada, Universidad Nacional Mayor de San Marcos,
Master in Laws (LL.M.), University of Chicago.

El 11 de junio de 2001 se anunció la primera Oferta Pública de Adquisición (OPA) hostil en el Perú. Como suele ocurrir en este tipo de confrontaciones por el control corporativo de una empresa, cada una de las partes enfrentadas trató de presentar su posición como la más conveniente a los intereses de los accionistas de la empresa objetivo, para lo cual no sólo recurrieron a los medios de comunicación sino también buscaron la intervención de CONASEV debido a supuestas infracciones a principios que regulan el mercado de valores como transparencia, revelación de información y trato equitativo, así como disposiciones del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores.

Entre los cargos que se formularon, la empresa objetivo sostuvo que la empresa oferente no había revelado en el prospecto informativo toda la información relevante respecto de la OPA (acuerdos previos, estructura de financiamiento, estrategia de adquisición) y de sus planes futuros¹. Por su parte, la empresa oferente señaló que la administración de la empresa objetivo se rehusó a proporcionarle información que le hubiese permitido informar adecuadamente a los accionistas de la empresa objetivo de la conveniencia de aceptar su oferta y que ésta realizó diferentes acciones para impedir el normal desarrollo de la misma.

Pero no sólo las empresas enfrentadas se reclamaron entre sí. Una vez finalizada la OPA, accionistas que la habían aceptado reclamaron ante CONASEV el que la empresa oferente, al no haber tenido éxito en adquirir el control de la empresa, ofreciese con posterioridad a la OPA pagar a los accionistas que no la habían aceptado un precio mayor por sus acciones, para así obtener el control de la empresa, sin que ello fuese adecuadamente revelado al momento de realizar la OPA².

Como era de esperarse, todo lo anterior generó la atención de la prensa y de los participantes del mercado de valores y planteó la discusión de si la regulación existente "contemplaba" (léase era la adecuada para) este tipo de situaciones, y si las empresas enfrentadas podían emplear cualquier medio a su alcance para alcanzar sus propósitos: adquirir la empresa objetivo o evitar que ello ocurra.

En el presente artículo sostengo que si bien existen aspectos de la regulación aplicable que deberían ser reformulados (y los señalo) para hacer que las OPAs en general, y las OPAs hos-

1 "El Grupo Gallo presenta recurso por legalidad de la OPA hostil lanzada por Cía. Minera Mijao S.A.A. por los accionistas comunes de Cía. Minera Atacocha S.A.A. en defensa de todos los accionistas y de los inversionistas en general", Aviso publicado en *B Comercio*, 4 de agosto de 2001, p. A12.

2 "Accionistas de Atacocha demandados por Mijao reclamarle a la CONASEV", Aviso publicado en *B Comercio*, 5 de agosto de 2001, p. A13.

files en particular, permitan la asignación eficiente de los recursos privados, el tema relevante es que la regulación de las OPAs no debe ser diseñada para favorecer o entorpecer los cambios de control corporativo. Debe ser neutra. Eso no significa que la regulación permita que las partes puedan hacer todo lo que deseen. Sin embargo, la regulación no debe (porque no puede) ponerse en todos los supuestos. Lo que debe hacer es repensar los principios de transparencia, revelación de información y trato equitativo adecuándolos a las características del mercado de valores local y aplicarlos caso por caso.

I. PRESUPUESTOS

Para efectos de la argumentación que desarrollo en el presente artículo, a continuación señalo los presupuestos que la determinan.

Primero, considero que toda regulación, para ser efectiva, debe tener presente las características del mercado o la actividad que pretende regular. Y, ¿cuáles son las características relevantes del mercado de valores peruano para efectos de cualquier regulación sobre OPAs? Primero, que se trata de un mercado pequeño, de poca capitalización. Segundo, que se trata de un mercado concentrado, es decir no existe un mercado (y, lo que es más importante, una cultura) de accionariado difundido. Tercero, que los actores relevantes son (cada vez más) los inversionistas institucionales y no los individuales. Ello significa que muchas veces los "accionistas minoritarios" son inversionistas institucionales o sofisticados y no personas naturales que por su poco conocimiento e información requieran una mayor "protección" del regulador. Cuarto, a diferencia de mercados más desarrollados, existen muchas empresas que sí bien están listadas y, en teoría son "abiertas", en realidad la propiedad y la gestión de las mismas lo tienen o ejercen grupos o personas vinculadas. Quinto, y relacionado con lo anterior, las prácticas de buen gobierno corporativo (de acuerdo a estándares internacionales) son inexistente o en implementación.

Por otro lado, si bien se puede deducir del deber de lealtad y diligencia que toda gerencia debe tener respecto de sus accionistas que se espera que ellos realicen su mayor esfuerzo para obtener el mayor beneficio posible para sus accionistas, no se puede dejar de tener presente el eventual conflicto de interés que tiene la gerencia de toda empresa objetivo cuando se presenta una oferta hostil, por el riesgo que estos tendrían de perder sus cargos en caso la oferta sea exitosa³.

Por tanto, es razonable suponer que dicha gerencia tratará de evitar el éxito de la oferta, aunque ello suponga dejar pasar una oferta que puede ser beneficiosa para los accionistas de la empresa objetivo⁴. Este problema puede ser solucionado mediante incentivos adecuados en los contratos que celebre la compañía objetivo con la gerencia⁵. De esta manera, habrá empresas que sean más proclives a adquisiciones que otras, y este será un criterio que tendrán los inversionistas para decidirse a invertir en una empresa u otra. Y, adicionalmente, los profesionales para decidir aceptar cargos gerenciales en dicha empresa o no.

3. Véase al respecto: Jensen, Michael & Meckling, William, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" en: Richard Posner & Kenneth C. Scott, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Little, Brown & Co. 1980, pp.37-56.

4. Véase al respecto: Stalke, Andrei & Surinik, Lawrence, "Breach of Trust in Hostile Takeovers" en: Romano, Roberto, *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press, 1993, pp.337-341.

5. Véase al respecto: Easterbrook, Frank & Fischel, Daniel, "The Proper Role of a Target Management in Responding to a Tender Offer" en: Romano, Roberto, *Op. Cit.*, pp. 267-270.

Tercero, mientras no haya fraude de por medio, se le debe permitir a los accionistas de la empresa objetivo acordar o que estos permitan a su gerencia realizar cualquier medida defensiva o estrategia de negociación que les permita obtener el mayor precio posible por sus acciones. Del mismo modo, mientras no haya fraude de por medio, se le debe permitir a la empresa oferente estructurar su oferta de la manera que estime conveniente para hacerla atractiva a los accionistas de la empresa objetivo.

II. LOS TEMAS A REPLANTEAR

- a) **Obligación de formular una OPA:** Creo que es importante empezar por cuestionarnos algo que se da por supuesto: que es necesaria que exista una regulación sobre OPAs, es decir si es conveniente exigir y regular la realización de una oferta pública cuando se adquieren acciones listadas en bolsa.

La discusión sobre la conveniencia o no de hacerlo ha sido amplia, particularmente en el medio académico norteamericano, debido a la capitalización y desarrollo de su mercado de valores, al número de adquisiciones realizadas y al impacto económico y social de las mismas.⁶ Si aceptamos que entre todas las justificaciones para realizar una OPA la más aceptada es aquella de permitir a los accionistas minoritarios beneficiarse de la prima de control debido a la asimetría de información y dispersión en la que ellos se encuentran, razón por la cual no tendrían la suficiente capacidad de información o negociación que los accionistas mayoritarios o la empresa oferente, no sería razonable exigir la realización de una OPA cuando no existan tales supuestos. Por tanto, sólo debería ser obligatorio realizar una OPA cuando existan accionistas minoritarios en la empresa objetivo. Ahora bien, ¿a quien se debe considerar accionista minoritario? Al respecto, se puede tomar como referencia lo dispuesto en el Artículo 249 Numeral 3 de la Ley General de Sociedades y establecer que se considera accionista minoritario a aquel cuya tenencia accionaria individual sea igual o menor al 5% del capital de la empresa objetivo.

Complementariamente, se debe favorecer la creación de mecanismos de sindicación de acciones, que permitan que los accionistas minoritarios puedan solucionar el problema de asimetría de información y dispersión para efectos de una negociación eficiente, sin que se tenga que imponer los costos de implementar y supervisar un sistema de OPA o el de llevarlas a cabo.

- b) **El proceso: comparar antes que desplazar:** La actual regulación plantea que en toda OPA la oferta inicial es desplazada por una oferta competidora, y si se formulan otras, estas se desplazan entre sí, si cumplen con ciertos requisitos. Es decir, en una OPA no existe (legalmente) más de una oferta válida y vigente.

¿Y esto porque? ¿No sería más eficiente que se permitiera la coexistencia de ofertas y que los accionistas de la empresa objetivo decidieran cual aceptar de acuerdo a lo que ellos consideren importante? La regulación actual establece como criterio de que una oferta es "mejor" o "superior" el que ofrezca mayor precio por acción o comprenda una mayor cantidad de acciones. Pero puede darse el caso que la estructura de financiamiento de una oferta, o los planes de negocio a ser implementados (para aquellos que deseen entregar sólo parte de sus acciones y permanecer después de la OPA como accionistas de la

⁶ Véase al respecto, Easterbrook, Fischl & Rachel Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 162-211.

empresa objetivo para beneficiarse de ellos) determinen que una oferta sea más atractiva a pesar de no ofrecer el mayor precio por acción.

Por ello, considero que la regulación debe reconocer que existen ciertos factores distintos al precio o cantidad que pueden ser relevantes para el accionista de la empresa objetivo. Si ello es así, ¿porque no permitirle comparar y elegir la oferta que considere más adecuada?

- c) La duración del proceso:** El plazo de duración de una OPA haya su justificación en la necesidad que la información sobre la misma llegue a los accionistas interesados y sea adecuadamente procesada por los mismos. Asimismo, en el hecho que el tiempo de vigencia permite que se puedan presentar ofertas competidoras. Si consideramos que nuestro mercado de valores es pequeño y no se encuentra disperso, que los medios de comunicación y tecnológicos permiten cada día la difusión y el acceso a la información relevante de manera más rápida, que es importante reducir los costos de transacción y la incertidumbre que genera en el mercado un proceso demasiado extenso de oferta, y el hecho que las ofertas competidoras pueden ser estructurados en menor tiempo y a menor costo pues mucha de la investigación y elaboración de la información requerida ya ha sido efectuada por quien presentó la oferta inicial, considero que el plazo de duración de una OPA puede ser reducido de los 25 días de rueda de bolsa actuales a uno que oscile entre 15 y 20 días de rueda de bolsa.
- d) Regulación conexa:** Además de las normas específicas que regulan las OPAs, se debe tener presente los efectos que tienen respecto de ellas otras normas que regulan la conducta de las partes en el mercado de valores. En efecto, tal es el caso por ejemplo de las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y del Reglamento de Hechos de Importancia que establecen la obligatoriedad de informar adquisiciones significativas de acciones, o el incremento de las mismas, lo que permite que el mercado pueda estar atento al posible interés o necesidad de una empresa de realizar una OPA, así como aquellas que regulan la conducta de las partes como son las relativas al uso de información privilegiada o las contenidas en el Reglamento de Sanciones.
- e) Regulación por Lineamientos:** Es usual que cada vez que se presenta un caso controvertido, se considere que la causa del problema, así como su solución, es la regulación. Creo que hay que ser muy cuidadosos en regular motivados por las pasiones, o peor aún por los intereses en juego, de los casos específicos. Por ello considero que se debe evitar promulgar o modificar regulaciones sobre OPAs en respuesta a casos específicos, como se planteó como consecuencia de la OPA a la que me he referido. Es preferible que CONASEV, por ser el organismo especializado, establezca mediante lineamientos administrativos (guidelines) criterios interpretativos cuando ello sea necesario. Es más efectivo un sistema de desarrollo normativo por la vía jurisprudencial⁷.
- f) Compras "fuera" de OPA:** Actualmente la regulación prohíbe las compras fuera de OPA por parte de la empresa oferente. Y ello se trata de justificar sobre la base del principio de equidad y transparencia, en el sentido de evitar que pague más que el precio de OPA. Es decir, se busca evitar que parte de la "prima" que esta dispuesta a pagar sea dada fuera de OPA.

⁷ Sobre el particular: Soltes, Sergio, "OPA Hostil ¿Votos legítimos o lineamientos administrativos?" en: El Comercio, 6 de octubre de 2001, p. B4.

Sin embargo, ¿qué ocurre en el caso que un accionista de la empresa objetivo, por diferentes motivos, como puede ser necesidad de liquidez o su deseo de no querer asumir el riesgo que la OPA no se materialice, o no desee sufrir un prorateo en caso que ello ocurra, desee vender sus acciones y recibir la contraprestación antes del plazo de liquidación de la OPA, aunque esta sea menor? ¿Por qué no permitir que la empresa oferente pueda adquirir dichas acciones en rueda de bolsa? Si lo que se busca es evitar que pague un precio mayor "fuera" de OPA, se podría establecer que en caso ello ocurriese, automáticamente su oferta en la OPA se ajustaría a tal monto. Si la objeción es el prorateo, no hay que olvidar que algunos preferirán esperar la liquidación de la OPA y asumir un eventual riesgo del prorateo a recibir un precio menor, o a perder la oportunidad de beneficiarse de eventuales mejores condiciones de una oferta competidora.

De esta manera, se reducirían las compras indirectas y se conseguiría más transparencia, permitiéndose que la empresa oferente no este en desventaja frente a terceros y pueda competir con cualquiera que desee arbitrar con las acciones en juego, es decir con aquellos que las compren para luego buscar mejores condiciones. Ello también será un incentivo para las ofertas iniciales (quienes incurren en costos iniciales al monitorear el mercado e identificar potenciales empresas objetivo) en beneficio de terceros que se suelen aprovechar de ello (free riding).

- g) **Ofertas diferenciadas, pagos diferenciados:** Considero que mientras la diferenciación sea hecha sobre la base de criterios objetivos y no subjetivos (por ejemplo, hasta conseguir tal porcentaje, tal precio por acción, alcanzado ese porcentaje, tal otro precio; o de tal fecha hasta tal fecha tanto por acción, luego otro precio) y ello se anuncie en forma clara en el prospecto y en la publicidad que se realice, debería permitirse las ofertas diferenciadas. Si se hace de esta manera, no cabría argumentar la existencia de una práctica discriminatoria. Sin embargo, debido a la especial naturaleza de este tipo de ofertas, para evitar fraudes se debe establecer un estándar de revelación más elevado que el de una oferta única.
- h) **Recomendaciones:** La lucha por adquirir el control lleva a que las partes enfrentadas hagan uso de recomendaciones de terceros para respaldar sus posiciones, sea en forma directa como un banco de inversión que valoriza y recomienda la aceptación de la OPA, o en forma indirecta a través de los medios de comunicación o analistas. En cualquier caso, es importante que todos aquellos que de una manera u otra emitan una recomendación y opinión revelen cualquier tipo de vinculación, compensación por la opinión o por negocios realizados con anterioridad, en el momento o compromisos futuros, o cualquier otro hecho o acuerdo que pueda determinar un eventual conflicto de interés a efectos que los destinatarios de la oferta los evalúen adecuadamente. No se deben prohibir las recomendaciones, pero sí se deben hacer las revelaciones necesarias.
- i) **Revelación de información:** La idea de establecer la obligación de revelar cierta información en el caso de una OPA haya su justificación en el interés en reducir la asimetría de información que puede existir entre los accionistas de la empresa objetivo y la empresa oferente.

Pero ¿qué es lo que se está obligado a decir? Por ejemplo, la gerencia de la empresa objetivo debe entregar a la empresa oferente la relación de sus accionistas a efectos que esta pueda comunicarse con ellos para exponerles las razones por las cuales considera que su oferta debe ser aceptada? Sostengo que sí, salvo que dicha gerencia expresamente haya sido instruido de no hacerlo por acuerdo de la sociedad.

De acuerdo a la Teoría de la Firma, las OPAs permiten reducir los costos de monitoreo y control de la gestión de la administración de la compañía. Pero realizar una OPA implica un costo. El costo de investigación para determinar la conveniencia de su realización. El costo de estructurar la oferta y llevarla a cabo.

Por ello, quien invierte y desarrolla información lo hará en la medida que se le reconozca un derecho (property right) sobre la misma. De lo contrario, no tendrá ningún incentivo para incurrir en los costos de producir dicha información⁸. Lo que plantea el tema de los terceros (ofertas competidoras) que se benefician del trabajo realizado por el oferente inicial. Por eso es razonable que la regulación busque de alguna manera compensar al oferente inicial, por ejemplo permitiéndole realizar la última oferta que se realice en una OPA.

- j) ¿Medidas defensivas: vale todo?:** Respecto de las medidas defensivas⁹, mientras estas prácticas hayan sido aprobadas por los accionistas de la empresa objetivo, la gerencia de una empresa puede realizarlas (p.e. supermayoría para ciertas decisiones, reglas de valorización razonables, píldoras envenenadas), siempre que ellas no infrinjan los principios y normas expresas que regulan el mercado de valores.
- k) Infracciones y Sanciones:** Se debe sancionar severamente toda práctica que configure fraude. Asimismo, el proporcionar información falsa u omisiones relevantes para la decisión de desinversión de un inversionista razonable.

III. ¿EL FIN JUSTIFICA LOS MEDIOS?

Peor que no dar una regulación es dar una que no se formule sobre supuestos razonables. Por ello, se debe empezar por reconocer que en toda confrontación por el control corporativo, como es el caso de una OPA hostil, las partes van a actuar movidos por sus intereses personales o empresariales y no para defender principios o normas legales. Ante ello, toda regulación debe tener presente cuales son esos intereses y utilizar el interés privado en beneficio del interés público mediante una regulación que privilegie los incentivos antes que las sanciones. Es la mejor manera de asegurarnos que aquellos principios que se hayan elegido como orientadores (p.e. transparencia, revelación de información, etc) sean realmente aplicados.

Es por ello que es importante tener presente que en una OPA no sólo existen los intereses de los accionistas de la empresa objetivo, sino también los de los accionistas de la empresa oferente, de las gerencias de ambos, de sus proveedores, de sus trabajadores, de sus acreedores, de sus inversionistas o tenedores de valores. Por ello, la regulación de las OPAs no debe ser diseñada para favorecer o entorpecer los cambios de control corporativo, o hacerse a favor de alguno de ellos. Debe ser neutra respecto de los intereses de las partes en particular y diseñada para facilitar el intercambio de información y la asignación de recursos de una manera razonable y eficiente.

Por último, ser concientes de los intereses tampoco significa permitir que dichos intereses, los fines de las partes, sean los que justifiquen los medios que usen. La razón del derecho es justamente que sean los medios los que justifiquen el fin. Incluso en una OPA hostil.

⁸ Véase al respecto: Rachel Dorsch, "Optimal Market Theory, The Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers", en: Richard Posner & Kenneth E. Scott (Op. Cit.), p.213.

⁹ Sobre las estrategias legales de las medidas defensivas puede encontrarse en: Gilson, Ronald & Black, Bernard. The Law and Finance of Corporate Acquisitions. 2nd Ed. University Casebook Series, The Foundation Press, Inc. 1996, pp. 821-882.