

LA ADQUISICIÓN INDIRECTA DE SOCIEDADES: UNA REVISIÓN DEL ARTÍCULO 31º DEL REGLAMENTO DE OPA, A LA LUZ DE LOS PRINCIPIOS QUE RIGEN EL MERCADO DE VALORES⁽¹⁾

RAFAEL PICASSO SALINAS

Profesor del curso Seminario de Mercado de Valores en la Universidad de Lima.

ALONSO MIRANDA VARGAS

Alumno del décimo segundo ciclo de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

SUMARIO:

I. Introducción. - II. Principios que regulan el mercado de valores: 1. Principio de protección al inversionista; 2. Principio de transparencia; 3. Principio de igualdad. - III. Principios que rigen el desarrollo de una oferta pública de adquisición (opa). - IV. Los umbrales de la participación significativa. - V. Las ofertas competidoras: 1. Concepto 2. Finalidad e importancia. - VI. Adquisición indirecta de participación significativa a través de sociedades holding: 1. Adquisición de Acciones de la Sociedad Controladora (Holding) de la Sociedad Objetivo; 2. Incongruencias del artículo 31º. - VII. Legislación comparada. - VIII. Conclusiones.

I. INTRODUCCION

Como es de conocimiento público, una de las principales funciones de los Mercados de Valores es incentivar y promover el ahorro, así como facilitar la transferencia de estos de la manera más eficiente, desde aquellas personas o instituciones que tienen exceso o superávit de los mismos (inversionistas), hacia aquellos que presentan un déficit respecto de tales recursos (emisores). En consecuencia, la regulación del mercado de valores nace con la finalidad de garantizar la eficiencia de los mercados de valores o, lo que es lo mismo, garantizar el buen funcionamiento de los mercados; teniendo como premisa fundamental que las fuerzas del mercado (oferta y demanda) resultan insuficientes e ineficientes para alcanzar una adecuada asignación de recursos y formación de precios.

En tal sentido, atendiendo a que a menudo la competencia se muestra vulnerable a la acción de los mismos sujetos económicos, resulta ser un objetivo del Derecho, la protección de los agentes que interactúan en el mercado, frente a la dinámica del mismo, si se quiere mantener un funcionamiento eficiente y transparente del mercado.¹ En ese orden de ideas, el Derecho, a través de las distintas regulaciones del mercado de valores, se encuentra en la búsqueda de un mercado de valores desarrollado, es decir, lo que se conoce como un **mercado perfecto y eficiente**.

Un mercado perfecto, en opinión de Cachón Blanco², es aquel que cumple con los siguientes requisitos:

a) Mercado libre; donde el precio es fruto de la negociación directa entre los operadores o sus intermediarios.

⁽¹⁾ En Homaje al Doctor José León-Basandarán Har.

¹ Recalde Casella, Andrés. "Los Valores Negociables. ¿Concepto delimitador del Derecho del Mercado de Valores?". En: "Instituciones del Mercado Financiero", Volumen V. Banco Santander Central Hispano-Perú, Madrid 1999. Pág. 2525.

² Cachón Blanco, José Enrique. "Derecho del Mercado de Valores". Tomo I. Dykinson, 1992. Pág. 21.

b) Mercado de competencia, es decir, con amplio número de demandantes y oferentes, de forma tal, que no existan situaciones de monopolio u oligopolio.

c) Mercado de producto homogéneo, es decir, los productos negociados pertenecientes a la misma emisión son iguales entre sí, facilitando su fácil intercambio.

d) Mercado transparente: existencia de una información amplia sobre los valores negociados en ese mercado, de forma tal que esta quede al alcance de todos los intermediarios e inversores en condiciones de igualdad, con independencia de la igual o desigual interpretación que los operadores hagan de dicha información.

e) Mercado profundo, es decir, tienen lugar en el mercado un número elevado de operaciones, de forma que el precio es representativo del total de la oferta y de la demanda existente y no de la actuación individual de un operador.

Por su parte, un mercado de valores eficiente es aquél en donde la actuación continua de los operadores, donde cada uno busca el máximo beneficio, se da en un marco de acceso igualitario a la información, lo que genera que el precio de un valor determinado sea, en cada momento, representativo del total de información pública disponible en el mercado. De manera tal, que la eficiencia del mercado se ve reflejada en el hecho que todas los agentes participantes del mercado, como consecuencia del acceso igualitario a la información pública disponible, toman decisiones con la misma probabilidad de acierto o desacierto.

En consecuencia, es necesario reconocer que la información es el principal activo para los inversionistas.³ Cada decisión que los inversionistas toman depende directamente de la información que le proporciona el mercado. Por tanto, la función principal del regulador del mercado de valores consiste justamente en asegurar un flujo de información veraz, suficiente y oportuna, a todos los inversionistas. La información es tan básica que si no existiese información, no habrían inversiones en el mercado de valores.

Al respecto Bullard⁴ opina que, contar con información tiene un costo. La información no se crea en el vacío. Como todo costo, su reducción será positiva y el Derecho está en capacidad de reducir esos costos estableciendo incentivos adecuados mediante el uso de reglas legales. Agrega el citado autor que, la información puede ser conceptualizada como un bien, en cuanto tiene un valor económico determinado por las circunstancias y por la utilidad que tiene para los particulares. Como cualquier bien, el uso exclusivo de la información aumenta o reduce el valor de la misma, ya que una vez publicada determinada información su valor se pierde.

En ese orden de ideas, podemos afirmar que la protección que la Ley del Mercado de Valores (en adelante la "LMV") otorga al flujo de información en el mercado de valores tiene una razón bastante clara: se quiere crear incentivos para que dicha información se genere y se haga pública. Una vez hecha pública la información, su valor cae dramáticamente, por lo que para hacer que dicha información sea económicamente rentable para una mayor cantidad de personas, es

³ Torralba Gil, Javier. "Información Privilegiada y Mercados de Capitales". En: "Advocatus Nueva Época" N° 6. Pág. 187.

⁴ Bullard, Alfredo. "La Asimetría de Información en la Contratación Propósito del Dado Ocasivo". En: *Contratación Contemporánea: Teoría General y Principios*. Editorial Temis, Bogotá, Colombia, 2000. Pág. 291.

necesario hacerla pública, toda vez que el hecho que una persona utilice el contenido de una información, no disminuye su disponibilidad para el uso de los demás. En tal sentido, puede resultar más costoso⁵ excluir a ciertas personas del contacto con una información nueva, por que la transmisión de ideas –contenidas en la información– resulta ser muy barata. Por lo tanto, la información en el mercado de valores no debe ser excluible.

Como sabemos, los costos de producción de la información son significativos, pero su transmisión cuesta relativamente poco. Es por ello, que el mercado privado provee con frecuencia una cantidad insuficiente de información, por que, en principio, el productor de la misma no se puede apropiar de su valor. Un problema similar ocurre con la producción de bienes públicos.

En ese orden de ideas opinan Cooter y Ulen⁶, al señalar que “estas consideraciones teóricas sugieren que un mercado no regulado proveerá insuficientemente las obras creativas –léase información– que incorporan ideas (...)”. A su vez, este hecho sugiere la necesidad de la intervención estatal en el mercado de la información.

En los mercados de valores, la obtención, por una o más personas, de cierta información que no es de carácter público, por ejemplo, la adquisición por parte de una sociedad de otra sociedad, podría generar grandes ganancias a la o las personas que, haciendo uso de dicha información adquirieron acciones de la sociedad objetivo. La obtención privilegiada de dicha información, así como la utilización de la misma es eficientemente rentable para quienes accedieron y utilizaron dicha información, pero es económicamente ineficiente para el resto de inversionistas y para el adquirente, toda vez que el precio de las acciones de la sociedad objetivo tenderá al alza, como consecuencia de las operaciones realizadas por dichas personas, alza que no representará el precio real de dichas acciones.

Lo dicho en el párrafo anterior tiene singular importancia, ya que una vez que se produce un caso de asimetría de información, el costo social ya se produjo y ya no puede aliviarse. Por ello, es importante establecer reglas que, ante los casos de información asimétrica, permitan encontrar soluciones que maximicen la eficiencia, tanto evitando errores ineficientes como fomentando adecuadamente la obtención de información que permita obtener mejores resultados económicos⁷.

En tal sentido, lo que pretende el derecho del mercado de valores es generar incentivos para que dicha información se haga pública con el objeto que el gran valor privado que representa la información en conocimiento de un grupo reducido de personas se reduzca dramáticamente al hacerse pública y, por otro lado, eviten errores ineficientes en las decisiones tomadas por los inversionistas. Con ello, una mayor cantidad de personas se verán beneficiadas y por ende la eficiencia será mayor, toda vez que será distribuida, sin bien es cierto con un valor menor, a una mayor cantidad de personas, generando de tal manera un mercado mas dinámico, eficiente y equitativo.

⁵En concordancia con lo expuesto precedentemente, los costos de acceder a la información se incrementan en forma general, debido a que cada uno de los agentes o potenciales inversionistas tendrían que generar ellos mismos un flujo adecuado de información.

⁶Cooter, Robert y Ulen, Thomas. *Derecho y Economía*. Fondo de Cultura Económica. México, 1998. Pág. 167.

⁷Ibidem (4). Pág. 296.

II. PRINCIPIOS QUE REGULAN EL MERCADO DE VALORES

Como se ha podido apreciar de la lectura de la introducción del presente artículo, la regulación del mercado de valores está dirigida básicamente a la búsqueda del logro de un mercado perfecto y eficiente. Para lograr tal objetivo, o al menos, acercarse lo más posible a dicho paradigma, las normas del mercado de valores deben sustentarse necesariamente en el respeto a ciertos principios que aseguran el orden, la transparencia y la generación de confianza en dicho mercado.

En tal sentido, el Derecho del mercado de valores debe fundamentarse, básicamente en tres elementos o principios fundamentales que aseguran un acercamiento al logro de un mercado eficiente y una adecuada protección a los inversionistas. Estos principios rectores del Mercado de Valores son, a nuestro entender, los que a continuación pasamos a explicar.⁶

1. Principio de protección al inversionista

A través de éste principio, se persigue que los inversionistas se encuentren eficazmente protegidos contra las actuaciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el mercado. En ese orden de ideas, podemos advertir que lo que se busca es proteger y generar confianza en el inversionista respecto de los mensajes que ofrece el mercado, con la finalidad de obtener que dicha confianza se traduzca en nuevas inversiones en valores por parte del inversionista protegido, lo que a su vez generará una constante distribución de la riqueza entre dichos inversionistas.

Sobre este punto, conviene advertir que no se debe confundir la protección que se le da al inversionista respecto de posibles actuaciones fraudulentas en el mercado, con una irracional protección del inversionista respecto de los riesgos inherentes al mismo, pues la esencia de las operaciones del mercado de valores es la asunción del riesgo propio de las mismas por los operadores.

En caso contrario, los inversionistas se verían desincentivados a participar activamente de éste, toda vez que al no asumir riesgos por sus inversiones, con lo cual se sabría anticipadamente las utilidades que estos podrían generar, los precios de los valores aumentarían considerablemente en virtud del aumento en la curva de la demanda de estos, sin que la curva de la oferta haya sufrido ninguna variación considerable.

⁶ Un cuarto principio regulador del mercado de valores –el cual no es aplicable al caso objeto de análisis– es el Principio de imparcialidad. En virtud de este principio, se impone a los intermediarios que actúan en el mercado de valores, que dicha actuación se entienda dentro de un ámbito de profesionalidad, en tanto y en cuanto deben mantener un comportamiento íntegro, diligente e imparcial frente a su cliente.

Como consecuencia de ello, la LMV establece un conjunto de requisitos en su estructura y en el desarrollo de sus funciones, es decir, establece una serie de requisitos de acceso a la actividad típica de intermediación en el mercado de valores y de ejercicio de la misma.

En ese orden de ideas, los intermediarios, así como cualquier otra persona que opere dentro del mercado de valores, deben tener y demostrar un comportamiento que priorice, por sobre todo, el interés de sus clientes. Asimismo, el Principio de imparcialidad comprende el hecho que, en caso de presentarse el intermediario ante un conflicto de intereses entre sus clientes, el agente deberá mantener una actitud neutral frente a éste.

En dichos casos, consideramos que deberá abstenerse de realizar cualquier tipo de recomendación que pudiera afectar el interés de uno sobre el interés del otro.

De tal manera que, lo que se protege es al inversionista contra las actuaciones fraudulentas de los agentes del mercado y no contra los riesgos propios de las operaciones en el mercado de valores. En este sentido, la regulación del mercado de valores ha concebido diferentes mecanismos de protección en el proceso de acceso y salida de los agentes económicos del Mercado de Valores, con el propósito de generar en el inversionista el mayor grado de confianza posible, al contar con reglas que le aseguran imparcialidad, buena fe, transparencia, entre otros.

2. Principio de Transparencia

El principio de transparencia se refiere a que todos y cada uno de los agentes partícipes del mercado han de disponer, o tener disponibilidad, de una amplia información sobre las sociedades cuyos valores son negociados, sobre las emisiones de los valores y sobre las operaciones de carácter especial que tengan lugar en el mercado, como las ofertas públicas de adquisición (OPA's) o de venta (OPV's). La información es la base de una responsable toma de decisiones por parte del inversionista, y constituye el principal apoyo de la protección jurídica al inversionista. Por otro lado, la información es, asimismo, el pilar central de las teorías económicas de la eficiencia del mercado, a través de una óptima formación de precios⁸, que refleje fehacientemente a las fuerzas del mercado sobre determinados valores que en él se negocian.

En tal sentido, el Principio de Transparencia se encuentra íntimamente ligado a la veracidad, oportunidad y suficiencia de la información que debe estar disponible en el mercado, con la finalidad que cualquier inversionista sensato pueda tomar una adecuada decisión de acuerdo con el análisis que éste haga de dicha información.

Por lo tanto, la transparencia permite que los inversionistas posean toda la información necesaria con la finalidad que tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman, como consecuencia de alguna decisión de inversión, son los resultantes de su propia decisión y no de ciertos aspectos ajenos a ella.

En ese orden de ideas, tenemos un primer aspecto importante de la transparencia, cual es, que esta asegura que la información disponible en el mercado sea igual para todos los partícipes de éste, y en consecuencia, sea usada en iguales condiciones por todos los participantes del mercado, y no únicamente por un número reducido de personas que, por diversas circunstancias, tengan el privilegio de obtenerla y hacer uso de ella antes de que sea divulgada al mercado. Esto último, es lo que se conoce con el nombre de "Uso Indebido de Información Privilegiada".

De otro lado, teniendo en cuenta que los valores negociables e instrumentos financieros que son objeto del mercado de valores, son bienes que deben ser apreciados desde su realidad jurídico-económica, pues su valor no es intrínseco sino que es extrínseco; es decir, que su valor solo es perceptible sobre la base de un proceso de acopio de información, elaboración y análisis de la misma. La única manera que una persona pueda representarse o crearse adecuadamente el grado de cumplimiento de sus expectativas sobre activos financieros o la realidad jurídico-económica de estos (valor-precio), será a través de la información que sobre dichos valores ofrezca el mercado.

⁸Ibidem (2), Pág. 32.

Es decir, que para que un inversionista pueda de una manera adecuada crearse o representarse el valor de esta clase de bienes, será preciso que posea la suficiente información sobre quien ha emitido tales valores, las características de los mismos, los mercados donde cotiza, sus hechos de importancia o relevantes, entre otros.

En tal sentido, debemos advertir que el propósito final de la transparencia radica en el hecho que el precio de los valores sean producto de la eficiencia y la competitividad empresarial, y no del uso indebido de información privilegiada.

Partiendo de dicha premisa, podemos afirmar que la importancia del Principio de Transparencia en el Mercado de Valores está determinada por el hecho que éste constituye la clave para fijar los precios en el mercado, y en consecuencia, se presenta como el punto principal del concepto de mercado eficiente.

En efecto, como viéramos anteriormente, un mercado eficiente es aquel en el que la constante interacción de un gran número de compradores (demanda) y de vendedores (oferta) da como resultado la construcción o generación de los precios de los valores, que a su vez reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información, tan pronto como esta está disponible. En tal sentido, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra o de venta.³⁰

Así, se definen tres niveles de eficiencia en los mercado de valores, derivados de la cantidad, oportunidad y veracidad de la información:

a) Mercados de eficiencia débil, aquellos en que el precio de los bienes recoge toda la información derivada de datos históricos del mercado (precios, volúmenes de cotización).

b) Mercados de eficiencia semi-fuerte en los cuales se aprecia un mayor nivel de eficiencia, debido a que los precios no solo recogen los datos históricos del mercado, sino que, además, recoge toda la información pública y disponible referente a la sociedad emisora.

c) Mercados de eficiencia fuerte, son aquellos en los que el precio de los bienes reflejan íntegramente la información derivada de los datos históricos, la restante información pública y disponible de la sociedad y cualquier información adicional de la sociedad que todavía no se ha hecho pública.

En consecuencia, puede decirse que, transparencia significa información disponible al potencial inversionista, en igualdad de condiciones, lo que se refleja en la correcta formación de precios y en la generación de un mercado de valores eficiente.

3. Principio de Igualdad

El Principio de Igualdad en el Mercado de Valores está referido a la prohibición de realizar operaciones por quienes tengan acceso a información privilegiada, es decir, por quienes tengan acceso a información que el resto de inversionistas no se

³⁰Serra Puerto-Artaco, Gerardo. *El Mercado de Valores en el Perú*. Callum Cuzco S.A., Editores. Lima, febrero 1999. Pág. 13.

encuentran en posibilidad de acceder por tratarse de información de carácter reservado.

En tal sentido, los inversionistas afectados por determinadas operaciones o actuaciones en el mercado deben ser tratados por igual, con el objeto de evitar ventajas de determinados inversionistas (que normalmente serían los más informados, por su posición privilegiada, directa o indirectamente dentro del emisor) frente al resto de ellos. De ahí la tendencia hacia la existencia de normas sancionadoras, inclusive a nivel penal, del *insider trading*.¹¹

La igualdad en el mercado, es un principio particularmente importante, debido a que una situación de desigualdad, en relación con la información que los inversionistas poseen y utilizan, puede conducir -como que en definitiva lo hace- a una pérdida de confianza de los inversionistas no informados, lo que se traducirá en una actitud reacia de estos a invertir sus recursos. Ello conllevaría, finalmente, a que los mercados de valores no puedan desarrollar las funciones que tienen atribuidas como instrumentos para la asignación directa de capitales en los proyectos empresariales más eficientes y rentables, es decir, que la canalización directa del ahorro hacia la actividad productiva se verá mantada.

Hasta este momento, hemos realizado una breve explicación de los principios que desde nuestro punto de vista rigen el Mercado de Valores. Conviene ahora revisar brevemente cuales son los principios que regulan y dentro de los cuales se deben realizar las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (en adelante "OPA").

III. PRINCIPIOS QUE RIGEN EL DESARROLLO DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA)

Es por todos conocido que la OPA constituye el mecanismo obligatorio de recurrir al Mercado de Valores y, en particular, a los accionistas de una determinada sociedad anónima cotizada para que vendan sus valores de dicha sociedad a la persona, natural o jurídica, que formula la oferta, con la finalidad de obtener o reforzar el control de la citada sociedad. Por ello, como señala Cachón Blanco¹², las OPA's deben ser estudiadas en el marco de los **procesos de toma de control**, es decir, de los mecanismos por los que una sociedad adquiere, en detrimento de otra, acciones u otros valores de la misma que le permitan tomar el control de las decisiones de la sociedad.

Dicho principio ha sido recogido por el Tercer Considerando del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores por Exclusión, aprobado mediante Resolución CONASEV No. 630-97-EF-94.10 (en adelante, el «Reglamento de OPA») el cual señala que *"la oferta pública de adquisición, tiene como propósito contribuir a que las tomas de control, adquisiciones o incremento de una participación significativa de una empresa cuyas acciones con derecho a voto se encuentran inscritas en bolsa, se realicen con transparencia y que permitan a todos los accionistas e interesados, participar en ellas recibiendo un trato igualitario a todos ellos: (...)".*

¹¹ *Ibidem* (2). Pág. 33.

¹² *Ibidem* (2). Pág. 304.

Por su parte, el artículo 3º del Reglamento de OPA, señala que esta *“tiene como propósito que todos los accionistas o titulares de los valores a que se refiere el artículo 7º del Reglamento (es decir a los titulares de acciones con derecho a voto) reciban un tratamiento equivalente en caso de adquisición o incrementos de participación significativa en sociedades con acciones con derecho a voto inscritas en Rueda de Bolsa, y en el pago de la prima (de control) que con tal motivo se les ofrezca. Asimismo, tiene la finalidad de asegurar la divulgación de información necesaria para que los destinatarios de la oferta puedan formular un juicio fundado respecto de la conveniencia o no de transferir sus valores (...)”*.

De lo expuesto, queda claro que la obligación de realizar una OPA se produce en los casos en que se pretende lograr el control (relativo o absoluto) de una sociedad afectada, a fin de que todos los accionistas reciban un trato igualitario (paridad de trato) en ella. Es por ello, que la OPA resulta un mecanismo trascendental y necesario para aquellos que pretendan obtener el control de una sociedad con acciones listadas en bolsa y, tal como se aprecia, la realización de esta trae consigo profundas implicancias para todos los involucrados en ella: para la sociedad o persona natural que pretende adquirir, para la sociedad que se pretende adquirir (sociedad objetivo), así como para los accionistas, tanto mayoritarios como minoritarios de esta última.

Es posible afirmar entonces, que la protección a los accionistas, expresada en el hecho de que reciban un tratamiento equivalente –igualitario– en la adquisición de sus acciones (lo que incluye lógicamente el pago de la prima de control), es la finalidad esencial de la OPA. Ello, se logra fundamentalmente mediante la divulgación de información –la misma que como viéramos anteriormente, debe ser veraz, oportuna y suficiente– sobre los términos y las condiciones bajo las cuales se formula la oferta.

Esta primera finalidad de la OPA ha sido destacada de manera unánime por la doctrina nacional e internacional. Al respecto, Zurita manifiesta que *“vistas las cosas en otra perspectiva, la OPA presenta, frente a la adquisición sucesiva de títulos, la ventaja de ofrecer un trato igual a todos los accionistas y, además, de poner desde el principio de manifiesto la intención del adquirente”*.¹⁵

Por su lado, SERRA PUENTE-ARNAO, comentando la legislación peruana, destaca que *“el fundamento de la obligatoriedad de la OPA en nuestro ordenamiento legal es, básicamente, salvaguardar el derecho del accionista minoritario a obtener la prima de control ofreciendo un trato igual a todos los accionistas (principio de paridad de trato)”*.¹⁶

Asimismo, Nieto señala que *“(...) se pueden agregar argumentos de índole jurídico para sancionar un régimen imperativo de OPA: primero, el que aporte un principio inspirador del Derecho de sociedades, como es el de paridad de tratamiento entre los accionistas; y, en segundo lugar, se deben recordar las medidas de protección que los ordenamientos con un Derecho de los grupos de sociedades; suficientemente revolucionado establecen a favor de los llamados accionistas externos (...)”*.¹⁷

¹⁵ Zurita Sáenz de Navarrete, Jaime, *Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una parte que aún significativa*. En: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Fernando Sánchez Calzado (Director). Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil S.A., Volumen I, Pág. 30.

¹⁶ *Ibidem* (9), Pág. 289.

¹⁷ Nieto Caro, Ubaldo, *El Mercado de Valores, Organización y Funcionamiento*. Madrid: Civitas, 1993, Pág. 624.

Además de la protección a los accionistas de la sociedad afectada, es posible identificar otra finalidad de la OPA, esta vez desde la óptica de la sociedad que formula la oferta.

Como ya se ha señalado anteriormente, resulta claro que lo que pretende quien formula una OPA, en la mayoría de los casos, es adquirir el control de la sociedad afectada.

Esta segunda finalidad de las OPA's es también reconocida de manera unánime y categórica por la doctrina, tanto nacional como extranjera. Citaremos únicamente a algunos de ellos.

Así, Zurita opina que *"la OPA aparece como técnica peculiar y específica de adquisición de control a través de la adquisición de acciones (...)"*¹⁶. Señalando más adelante el autor que *"nos hallamos, por tanto, ante una técnica de adquisición de valores que, debidamente reglamentada, se muestra especialmente apta para ser utilizada en la adquisición de participaciones de control con títulos negociados en bolsa, y ello tanto por su innata agresividad, como por la paridad de trato que ofrece a los accionistas de la sociedad afectada"*.¹⁷

Por su parte, Polo señala que la OPA es el *"procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncia públicamente a todos los accionistas de la sociedad o a los de una determinada clase, que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad"*.¹⁸

En el ámbito nacional, Serra Puente Arnao comenta que, *"La OPA es una técnica de adquisición de acciones conducente a adquirir o reforzar el control de una sociedad admitida a negociación en bolsa, al margen de los habituales"*.¹⁹

La conclusión es evidente: la OPA tiene como finalidad, para quien la formula, la adquisición o toma de control, relativo o absoluto, de la sociedad afectada, motivo por el cual es imperativo otorgar un tratamiento igualitario a todos los accionistas de dicha sociedad con la finalidad de que todos se vean favorecidos por igual con una posible prima de control o cualesquiera otros beneficios, así como divulgar al mercado toda la información que sea necesaria, con la finalidad de que los destinatarios de la oferta puedan contar con todos los elementos de juicio que les permita tomar una decisión fundada como racional, respecto de la conveniencia o no de transferir sus acciones a favor del ofertante.

Consecuencia de ello, es que la realización de este tipo de operaciones, así como la regulación de la misma deben tener en cuenta una serie de principios rectores del mercado de valores -tales como la **transparencia** y la **igualdad de trato**- que tienen la única finalidad de enmarcar tal operación dentro de un ámbito en el cual los accionistas destinatarios de la oferta cuenten oportunamente con una cantidad

¹⁶ Ibidem (12). Pág. 30.

¹⁷ Ibid. Pág. 32.

¹⁸ Polo, Marco, *Ofertas Públicas de Adquisición*. En: *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. José L. Sánchez Fernández de Valdearnau (Director). Barcelona: Ariel, Volumen I. Pág. 387.

¹⁹ Ibidem (9). Pág. 292.

de información veraz, suficiente y oportuna, que determine a su vez, la igualdad de trato para todos y cada uno de los accionistas de la sociedad objetivo, con ocasión de la adquisición por un tercero de una participación significativa, en un marco fundamentado básicamente en la protección al inversionista.

Luego de haber revisado los principios rectores que regulan tanto el Mercado de Valores en general, como las Ofertas Públicas de Adquisición, y tomando en cuenta que la obligación de realizar estas últimas, necesariamente se activa por el hecho que un tercero **pretenda** adquirir valores que le otorguen derecho a voto de una sociedad, permitiéndole alcanzar o incrementar una participación significativa en ella, creemos conveniente aclarar qué entiende el Reglamento de OPA por participación significativa, cuándo es que se obtiene o incrementa esta, cuáles son los motivos para la existencia de los umbrales, y cómo se debe realizar el cómputo de estos.

IV. LOS UMBRALES DE LA PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA

De conformidad con lo señalado por la Exposición de Motivos del Reglamento de OPA, se entiende por participación significativa, aquella participación igual o superior al 25% del capital Social de la sociedad emisora de acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores. Es conveniente aclarar, que la citada definición es aplicable únicamente a la pretensión de alcanzar una participación significativa en el Capital Social con derecho a voto de una sociedad, quedando excluida de la misma, la pretensión de incrementar la participación significativa, la misma que se refiere a los casos en los cuales se pretenda incrementar la participación, que ya es considerada significativa –es decir 25% o más–, con la finalidad de alcanzar porcentajes iguales o superiores al 50% o al 60%, según sea el caso, de las acciones con derecho a voto de una sociedad. Esta pretensión de alcanzar o incrementar participación significativa, activa la obligación de realizar una OPA cuando sea efectuada en un solo acto o en actos sucesivos, en un plazo de doce (12) meses.

Es importante señalar que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4° del Reglamento de OPA, para que surja la obligación de adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad mediante OPA, dicho capital con derecho a voto debe estar admitido a negociación en una Bolsa de Valores.

No debemos dejar de tener en cuenta que los umbrales de participación significativa establecidos en el artículo 4° del Reglamento de OPA – 25%, 50% y 60%– determinan la obligación de formular una OPA desde un punto de vista únicamente objetivo. En atención a ello, tanto el artículo 68° de la LMV, como el artículo 4° y 6° inciso b) del Reglamento de OPA establecen la obligación de formular una OPA teniendo en consideración elementos meramente subjetivos, como es **la intención o pretensión** de alcanzar una participación igual o superior al 25%, 50% ó 60% del capital social de una sociedad cotizada.

En tal sentido, queda claro que la obligación de realizar una OPA, no se activa únicamente en los casos en que efectivamente se alcance cualquiera de los porcentajes de participación significativa antes mencionados, sino que por el contrario, se produce también en los casos en que **se pretende adquirir** el 25%, 50% o 60% de acciones con derecho a voto de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una Bolsa de Valores. Como se podrá observar, dicha obligación tiene como fundamento y origen **la pretensión de adquisición efectivamente evidenciada**.

En ese orden de ideas, también es posible afirmar que la obligación de formular una OPA se produce en los casos en que de forma manifiesta **se pretenda lograr el control absoluto** de una sociedad, pues ello es una evidencia clara de la pretensión de obtener, de una forma u otra, es decir, individual o concertadamente, directa o indirectamente, en un acto o en actos sucesivos más del 50% de las acciones con derecho a voto de una sociedad cotizada, con la finalidad de prevalecer en la toma de decisiones de esta. Pretender significa «querer conseguir algo»²⁶ y, supone inevitablemente la existencia de un elemento subjetivo, la intención de lograr un determinado objetivo.

La razón de ser del elemento subjetivo, se basa en lo dispuesto en el artículo 3º del Reglamento de OPA, el cual señala que la OPA «(...) tiene como propósito que todos los accionistas (...) reciban un tratamiento equivalente en caso de adquisición o incrementos de participación significativa en sociedades con acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa y en el pago de la prima que con tal motivo se ofrezca. (...)». En tal sentido, sería absurdo sostener que la obligación de efectuar una OPA se activa en el momento en que se cruza cualesquiera de los umbrales antes mencionados. Ello no es así, la obligación de efectuar una OPA nace desde que la sociedad adquirente empieza a elaborar la estrategia tendiente a obtener el control, absoluto o relativo, de una empresa.

Sin embargo, reconocemos que en general, podría ser difícil indagar o precisar el momento en el cual el elemento subjetivo cobra vida. Es por ello, que existen elementos objetivos que servirán de parámetro o que den indicios para determinar esto, ya que finalmente, solo el adquirente sabrá a ciencia cierta en qué preciso momento pretendió adquirir control. Sin embargo, el hecho de que su probanza sea difícil no significa que se deba negar la existencia del elemento subjetivo recogido por la ley, ni su efecto inmediato determinante para la activación de una OPA.

Pero, ¿cual es la verdadera finalidad de los umbrales o porcentajes de participación significativa establecidos por el Reglamento de OPA? en primer término, debemos recordar que la obligación de efectuar una OPA se activa cuando existe la intención de una persona –elemento subjetivo–, natural o jurídica, de adquirir o incrementar participación significativa en el capital social con derecho a voto de una sociedad cotizada en Bolsa. Es decir, que el Reglamento de OPA ha creído conveniente, asumiendo una mera opción del legislador en ese sentido, establecer que la participación significativa se adquiere con un porcentaje de 25% de participación en el capital social. Ello, atendiendo a que es habitual que en una sociedad anónima abierta –como las que cotizan en Bolsa– que el grupo de control posea una participación entre el 20% y el 25% del capital social, teniendo en cuenta el carácter difundido del accionariado de estas. Asimismo, el legislador ha considerado –de manera discrecional– que una participación del 50%, o en su caso del 60%, determina un incremento importante en la participación significativa del capital de una sociedad, motivo por el cual, el adquirente verá reforzado el control que ya ostenta o que adquirirá con dichos porcentajes, lo que le otorgará prácticamente el control total de la sociedad, y lo que determinará a su vez la pérdida de liquidez de tales valores. Esto último, debido a la carencia de atractivo para los inversionistas que poseen o quieran poseer acciones en el mercado de una sociedad cuyo grupo de control ya

²⁶ Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española. Vigésimo Segunda Edición. Tomo VIII. Pág. 1244.

ostenta el 50% o el 60% del capital social con derecho a voto, toda vez que será muy difícil acceder a una participación significativa que implique control absoluto o relativo, con la finalidad de tener la posibilidad de tomar decisiones políticas dentro de la misma.

En segundo lugar, es importante resaltar que la obligación de efectuar una OPA, activada como consecuencia de la intención de alcanzar los porcentajes de participación significativa antes referidos, tiene fundamento también en el hecho que el legislador requería contar con ciertos límites o elementos objetivos, con la finalidad de determinar el momento del nacimiento de la obligación de efectuar la OPA. Con ello, el ente regulador ve facilitada su labor de fiscalización respecto a las posibles vulneraciones a tal obligación, toda vez que tiene la posibilidad de determinar, mediante un elemento objetivo, el nacimiento de la obligación de efectuar una OPA.

En tal sentido, a manera de conclusión, podemos afirmar que los umbrales de participación significativa, determinados en el Reglamento de OPA, tienen como fundamento una simple opción del legislador atendiendo a que es práctica común en el ámbito societario que una persona tenga el control de una sociedad, o refuerce el mismo, con porcentajes de participación en el capital social de 25%, 50% y 60% de participación en el voto efectivo, respectivamente, así como la necesidad de contar con un elemento objetivo que permita la fiscalización de posibles evasiones a la obligación de efectuar una OPA en tales supuestos.

V. LAS OFERTAS COMPETIDORAS

1. Concepto

Se consideran ofertas competidoras, las ofertas públicas de adquisición de valores sobre los cuales, en todo o en parte, haya sido previamente lanzada una OPA, cuyo plazo de vigencia aún no haya finalizado, y siempre y cuando concurren los requisitos señalados por el Artículo 18° del reglamento de OPA, los mismos que veremos más adelante.

Este tipo de ofertas tiene su fundamento en que el interés por adquirir una participación significativa, o incrementar esta, en una sociedad cotizada puede darse en más de un oferente durante un periodo de tiempo coincidente.³¹

Era lógico suponer que la oferta competidora se encuentra sujeta a la fiscalización de Conasev, aunque el Reglamento de OPA así lo dispone expresamente en el acápite e) de su Artículo 18°, cuando señala que la oferta competidora se debe someter al mismo procedimiento establecido por dicho Reglamento para el caso de las OPA's.

2. Finalidad e importancia

Como hemos visto ya, durante la vigencia de una OPA, una persona, natural o jurídica, distinta al oferente, puede presentar un interés similar al de éste por adquirir o incrementar participación significativa en una determinada sociedad cotizada. En

³¹ Tapia Hermida, Alberto Javier. *Derecho del Mercado de Valores*. I.M. Bosch Editor. Barcelona, 2000. Pág. 263.

tal sentido, teniendo en cuenta que, de suyo, la OPA pretende asegurar que la totalidad de los accionistas con derecho a voto de una sociedad se vean beneficiados con la prima de control que el oferente ofrece, la oferta competidora importa un beneficio sustancial para el mercado en términos de permitir una singular competencia por la adquisición o reforzamiento de dicho control societario. Ello, como es lógico, se verá reflejado en una mejora de las condiciones ofrecidas, lo que a su vez se traducirá en un incremento en la prima de control.

Por lo demás, el Reglamento de OPA ha optado por el sistema de pujas limitadas, toda vez que solo el oferente primitivo tendrá la posibilidad de presentar -durante los tres últimos días de rueda previstos como plazo para la OPA- una mejora a la oferta vigente y al competidor no se le permite responder con una nueva mejora. En este último caso, se tendrá a lo dispuesto por el artículo 24º del Reglamento de OPA, el cual dispone que, en el caso de presentarse una OPA competidora, y durante los tres últimos días de vigencia de la OPA, el oferente inicial deberá presentar una nueva oferta mejorando la vigente, y al finalizar el plazo de vigencia de la OPA se deberá realizar una subasta en sobre cerrado, conteniendo las nuevas propuesta de cada uno de los oferentes, es decir, del último oferente competidor y del oferente inicial.

Podrá pensarse, como señala Sánchez Andrés, citado por Nieto Caro²² que podrían y hasta deberían multiplicarse las alternativas, -lo que significaría nuevas mejoras en las condiciones de la oferta- pero, dada la complejidad de la tramitación y el costo derivado de una excesiva prolongación del proceso, es más prudente no ser demasiado innovador en este extremo.

Sobre el particular, consideramos que el procedimiento que recoge el Reglamento de OPA es prudente, debido a que -como viéramos anteriormente- limita de alguna manera los excesivos costos de transacción para los oferentes, que significaría mejorar sin límites las ofertas lanzadas, pero por sobre todo, consideramos que dicho procedimiento permite que cada uno de ellos presente, en sobre cerrado, su mejor propuesta, es decir, lo máximo a lo cual está dispuesto a pagar cada uno de los oferentes por obtener el control de la sociedad o reforzar el ya obtenido, sin tener conocimiento de cual es el tope del precio que está dispuesto a pagar el oferente contrario. Con esto, todos los accionistas de la sociedad objetivo se verán beneficiados con los máximos precios que cada uno de los oferentes están dispuestos a pagar por dicho control societario.

Obsérvese, que ello permite que los accionistas de la sociedad objetivo no se vean perjudicados en cuanto a una limitación de precios que podría resultar de limitar, sin darles la oportunidad a los oferentes de ofrecer lo máximo que estarían dispuestos a pagar por la toma de control o refuerzo de la misma de la sociedad, ya que ello permite que cada uno de los oferentes, sin tener conocimiento de cuanto es el máximo que está dispuesto a ofrecer el otro, plasme en dicha oferta en sobre cerrado la máxima valorización que le otorgan a la toma de control o refuerzo del mismo en dicha sociedad.

²² Nieto Caro, Ubaldo. *El Mercado de Valores*. Editorial Civitas, Madrid, 1993. Pág. 609.

VI. ADQUISICIÓN INDIRECTA DE PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA A TRAVÉS DE SOCIEDADES HOLDING

Las adquisiciones de control de una sociedad (en adelante "Sociedad Objetivo") utilizando vías indirectas (adquisiciones indirectas) pueden realizarse básicamente, utilizando dos vías: (i) a través de la adquisición de las acciones de los accionistas de una sociedad (Sociedad Controladora) que ostenta el control de la Sociedad Objetivo²³; y, (ii) a través de la realización de actos de reorganización societaria que tengan como partícipe de esta a la Sociedad Controladora.

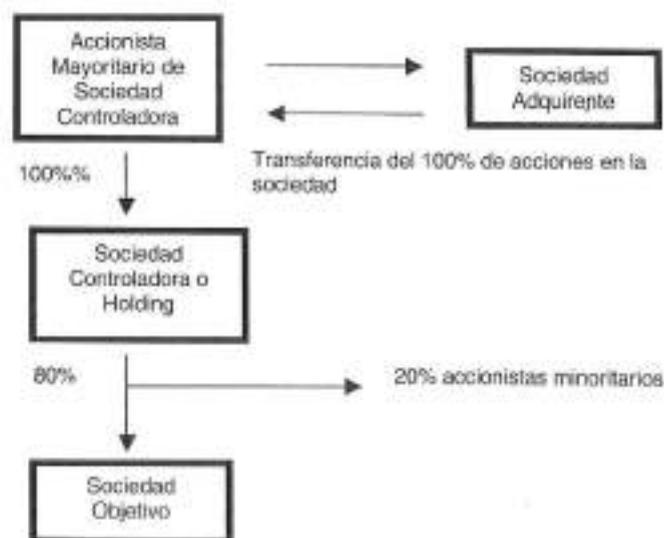
Para efectos del presente artículo, nos centraremos únicamente en revisar la regulación que otorga el Reglamento de OPA respecto de la primera de las vías, en el cual, como veremos más adelante, hemos encontrado ciertas deficiencias e inexactitudes que conviene aclarar.

1. Adquisición de Acciones de la Sociedad Controladora (Holding) de la Sociedad Objetivo

En virtud de este supuesto, la Sociedad Adquirente adquiere el control de la Sociedad Objetivo a través de la adquisición de un paquete importante (mayoritario) de acciones de la Sociedad Controladora.

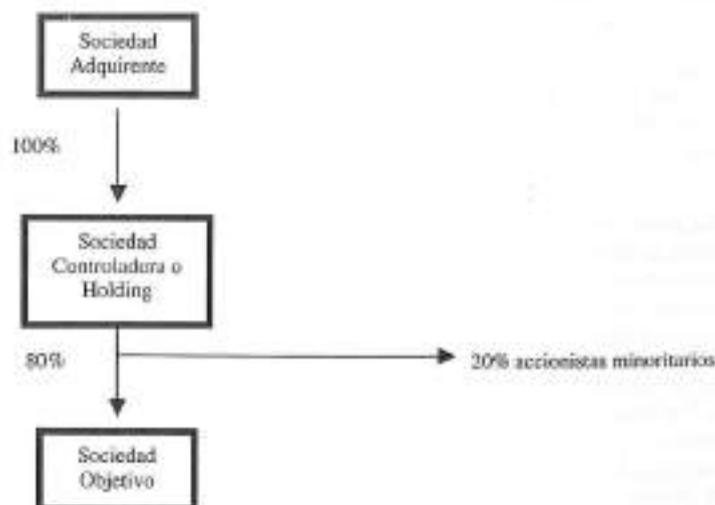
En tal sentido, dado que la Sociedad Controladora posee la mayoría de las acciones de la Sociedad Objetivo, la Sociedad Adquirente adquiere también, indirectamente, el control de esta última.²⁴

Etapa I ²⁵



²³ Para efectos doctrinales debe quedar claramente establecido la diferencia que existen entre las llamadas adquisiciones indirectas, con las llamadas adquisiciones involuntarias o sobrevenidas. Estas últimas están referidas a los casos en los cuales, de manera involuntaria, se alcanza o incrementa la participación significativa en una sociedad en los porcentajes establecidos en el artículo 6° del Reglamento de OPA, como consecuencia de la adquisición de acciones.

Etapa II



Conviene aclarar que, como se habrá notado, al referirnos a la Sociedad Controladora estamos haciendo referencia a una sociedad creada como vehículo, por medio del cual se va a adquirir el control de la Sociedad Objetivo, es decir, que la Sociedad Controladora recibe, en calidad de aportes, un paquete importante de acciones de la Sociedad Objetivo, lo que le otorga el control de la misma y, a través de ella, la Sociedad Adquirente lo adquiere indirectamente. Esta figura ha sido utilizada en diversas oportunidades, como consecuencia de que el antiguo artículo 32° del Reglamento de OPA, modificado en virtud de la Resolución CONASEV 088-2000-EF-94.10, que regulaba dicho supuesto, lo hacía de una manera que resultaba ser poco clara.

En efecto, el antiguo artículo 32° establecía la obligación de efectuar una OPA en tales supuestos, siempre y cuando dicha participación haya sido la razón determinante de la adquisición. Al respecto opina SALINAS²⁶ con acierto: "Pera, ¿qué debe entenderse por razón determinante? En términos jurídicos, se entiende como razón determinante aquella que resulte decisiva para configurar la voluntad de realizar un acto jurídico particular, cual es la adquisición de control societario. Sin embargo, evaluar esto

de propia emisión por la sociedad o su subsidiaria (autocartera). En dichos supuestos, de conformidad con lo establecido por el artículo 31° inciso c) del Reglamento de OPA, el accionista que como consecuencia de dicha adquisición de propias acciones realizada por la sociedad, involuntariamente ve incrementada su participación accionaria en los porcentajes establecidos para tal efecto, deberá vender el exceso sobre la participación significativa obtenida, a través del lanzamiento de una Oferta Pública de Venta (OPV) incondicional, o efectuar una OPA dentro de los tres meses siguientes a dicha adquisición por el número de valores adquiridos involuntariamente, pero en ningún caso, por debajo del 25%, 50% o 60%, el que corresponda.

²⁶ Salinas, Sergio. *La Regulación del Mercado Público de Adquisición de Control Societario*. En: *Temas Revisión de Derecho* N° 40.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Ibid.* Pág. 74.

puede resultar difícil y en algunos arbitrario: si bien pueden plantarse parámetros más objetivos de interpretación (...) la adopción de alguno de ellos puede resultar más útil en algunos casos y no en otros, con lo cual el órgano regulador tendería a aplicar la norma con cierta flexibilidad”.

Lo cierto es que la norma derogada, no establecía supuestos objetivos a través de los cuales se activaba la obligación, por parte de la Sociedad Adquirente, de efectuar una OPA, lo que impedía, de alguna manera, a la Administración fiscalizar de una manera clara, objetiva y eficaz las adquisiciones de control utilizando dicho mecanismo. Esta, por lo demás, resultaba ciertamente ineficaz.

Así, podemos tener como ejemplo la operación realizada por la sociedad XXX S.A.A. para adquirir el control de la sociedad YYY S.A.A. En dicha operación, lo que se hizo fue constituir una sociedad vehículo (EEE Holding), la cual quedó constituida con los aportes en acciones de YYY que efectuaron los accionistas de dicha sociedad, los mismos que representaban poco más del 60% del total de acciones de la mencionada sociedad. Luego de ello, y en una segunda etapa de la operación, XXX adquirió la totalidad de las acciones de EEE, con lo cual adquirirían indirectamente el control de YYY. En este caso, no se exigió a la sociedad XXX el lanzamiento de una OPA sobre las acciones de XXX, entendemos que por los motivos expuestos en el párrafo anterior. Posteriormente, la CONASEV decidió modificar el antiguo artículo 32° del Reglamento de OPA, debido a que este resultaba poco más que ineficiente.

El artículo 31° del Reglamento de OPA, modificado en virtud de la Resolución CONASEV N° 088-2000-EF-94.10 publicada el 09 de diciembre de 2000, regula lo concerniente a las adquisiciones indirectas, involuntarias y resultantes de una Oferta de Venta, pública o privada.

Así, en su inciso a), referido específicamente a las adquisiciones indirectas, el artículo 31° establece lo siguiente:

“Cuando se alcance o incremente participación significativa en cualquiera de los porcentajes señalados en el artículo 6 del Reglamento, a través de actos de reorganización societaria o de la adquisición de valores de una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, se deberá formular una OPA dentro de los tres meses siguientes a la reorganización o adquisición, según corresponda, prorrogables por tres meses adicionales, previa solicitud fundamentada, por el número de valores adquiridos pero en ningún caso por menos del mínimo que resulte de la aplicación de los incisos a), b) o c) del artículo 6 del Reglamento, el que corresponda; o vender mediante una OPV incondicional las acciones adquiridas. En este último caso, CONASEV podrá determinar que dicha OPV se efectúe mediante subasta pública la que podrá llevarse a cabo en un mecanismo centralizado de negociación”.

Las obligaciones mencionadas precedentemente serán exigibles, asimismo, en los casos en que dicha adquisición se produzca a través de cualquier otro medio o acto jurídico que tenga por consecuencia otorgar a una o más personas, individualmente o concertadamente, la facultad de ejercer los derechos de voto en una tercera que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores. En este caso, a los fines de determinar la participación significativa en la empresa inscrita en la rueda deberá observarse las disposiciones previstas en el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos.

Si la adquisición de que trata el presente inciso se efectúa a través de una sociedad holding, en el prospecto que se presente a los fines de la OPA deberá adjuntarse una sustentación del precio de las acciones emitidas por la sociedad que se adquiere.

La contraprestación a ofrecer en la OPA deberá ser por lo menos igual a la pagada en la adquisición indirecta pero en ningún caso menor a la establecida en el artículo 37 del Reglamento.

Si se optara por la venta, el obligado deberá vender mediante una OPV incondicional todas las acciones adquiridas regresando a su tenencia original. En el supuesto que dicha oferta se efectúe a través de una subasta, esta deberá tener como precio base el establecido en el artículo 37 o el que hubiere pagado, el que resulte menor.

Si la OPV se efectúa a través de otra modalidad distinta a la subasta, la contraprestación que se ofrezca en la OPV deberá ser equivalente al precio que se hubiere pagado a fin de alcanzar o incrementar la respectiva participación significativa, o la establecida en el artículo 37º, la que resulte mayor.»

Como podrá apreciarse, la adquisición de participación significativa de una sociedad que mantenga, al menos, una clase de acciones cotizadas en Bolsa a través de una Holding -persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de una sociedad-, es decir, la adquisición indirecta de participación significativa de una sociedad a través de la adquisición de participación directa de las acciones de una sociedad Holding no cotizada que mantiene a su vez participación significativa en la Sociedad Objetivo, es un típico caso de adquisición indirecta, según el artículo 31º a) del Reglamento de OPA.

En tales casos, establece la citada norma -a diferencia de lo que establecía el artículo anterior que fuera derogado-, que la Sociedad Adquirente deberá realizar una OPA dentro de los tres meses siguientes a la adquisición, por el mismo número de valores que fueron adquiridos, pero en ningún caso por menos de los umbrales establecidos en el artículo 6º del Reglamento, es decir 25, 50 y 60 por ciento.

De lo dicho precedentemente, encontramos ciertas imprecisiones e incongruencias que, en la medida de lo posible, intentaremos aclarar:

2. Incongruencias del Artículo 31º

a) En primer término, nos debemos preguntar ¿qué sentido tiene realizar la OPA luego de haber adquirido ya el control? esto último, toda vez que, de acuerdo con esta opción adoptada por el legislador, se perjudica directamente los intereses económicos de los accionistas minoritarios y se atenta flagrantemente contra el Principio de Igualdad o Paridad de Trato que debe regir en todo mercado de valores.

En efecto, el hecho que la obligación de efectuar una OPA para la Sociedad Adquirente, se active recién una vez adquirido el control de la Sociedad Objetivo, determina que los accionistas minoritarios pierdan la posibilidad de ver mejorada su situación económica, en caso opten por vender, debido a que no cabría posibilidad alguna de que se genere, como consecuencia del lanzamiento de la OPA, una oferta competidora. Ello, en atención a que los posibles competidores por el "control societario", habrían ya perdido toda posibilidad de adquirirlo y, por lo tanto, todo interés en hacerlo.

En tal sentido, dicha opción legislativa, en atención a lo examinado anteriormente para el caso de las ofertas competidoras, determina que no todos los accionistas se encuentren en una misma situación, debido a que los accionistas propietarios de la Sociedad Vehículo o Controladora (Holding) han estado en la posibilidad de negociar el precio de la prima de control, pudiendo determinar el mínimo valor por el cual están dispuestos a vender, mientras que los demás accionistas se verán limitados y posiblemente obligados a dicho precio, ya que no tendrán la posibilidad de recibir un precio mayor, en atención al lanzamiento de una oferta competidora que mejore las condiciones de la OPA.

Por lo tanto, esto atenta gravemente contra el Principio de Paridad de Trato que debe regir en todo Mercado de Valores, ya que como ha quedado demostrado, no todos los accionistas se encuentran en una misma situación frente al Adquirente, que es, o debería ser, justamente el objetivo de la regulación de las OPA's.

Asimismo, esto determina que el Adquirente no ofrezca el máximo valor que estaría dispuesto a pagar, con el objeto de ver satisfecha su "necesidad" de adquirir el control de la Sociedad Objetivo. Esto último se explica teniendo en consideración el hecho que la Sociedad Adquirente ya tomó el control de la Sociedad Objetivo de manera indirecta antes del lanzamiento de la OPA, sin haber pagado necesariamente, el máximo valor por el cual estaría dispuesta a tomar el control.

Por lo tanto, los accionista minoritarios, es decir aquellos que poseen porcentajes mínimos de acciones con derecho a voto y a los cuales la LMV y el Reglamento pretenden proteger, se podrían ver perjudicados, por el hecho que la Sociedad Adquirente no tendrá la obligación –en el supuesto que tenga verdaderamente interés en adquirir el control de la Sociedad Objetivo- de ofrecer el máximo valor que estaría dispuesto a pagar por dicho control, ya que, como comentáramos anteriormente, tendrá la seguridad que no habrán ofertas competidoras que pudieran poner en peligro dicha adquisición.

En tal sentido, debemos preguntarnos ¿qué debe ser primero, el huevo o la gallina?, es decir, la Sociedad Adquirente primero debe lanzar la OPA, o puede primero adquirir porcentajes en la Sociedad Vehículo que le signifiquen adquisiciones indirectas de participación significativa en la Sociedad Objetivo, y luego lanzar la OPA por estos últimos porcentajes. Ciertamente, somos de la opinión que primero se debe lanzar la OPA, para evitar las posibles vulneraciones a diversos principios que rigen el mercado de valores y la realización de una Oferta Pública de Adquisición, pero, por sobre todo, para promover un mercado lo más transparente y equitativo posible.

b) Un segundo problema que encontramos, esta referido a la vulneración al Principio de Transparencia que se perpetuaría, de realizar la OPA siguiendo el procedimiento establecido por ley para estos supuestos.

En efecto, como viéramos anteriormente, el Principio de Transparencia en el mercado pretende asegurar que toda la información que se genere respecto de una sociedad cotizada, así como respecto de sus valores, sea puesta en conocimiento del público en general, de manera veraz, suficiente y oportuna. Asimismo, el mencionado principio establece que dicha información debe estar a disposición de todos los agentes del mercado en el mismo momento, con la finalidad de que todos los inversionistas se encuentren en similares condiciones, a efectos de tomar su decisión de inversión o desinversión.

De otro lado, el Principio de Transparencia con ocasión de la realización de una OPA, determina que sea de conocimiento público, desde el inicio, la intención de la Sociedad Adquirente de tomar el control de la Sociedad Objetivo.

Como quiera que, el artículo 31° a) del Reglamento de OPA permitiría el hecho que la Sociedad Adquirente efectúe la adquisición de control de manera indirecta y previa a la realización de la OPA, ello determina que la toma de control se realice de manera reservada y sin el conocimiento del público en general, y probablemente sin el conocimiento de los accionistas minoritarios. Esto determina, por decir lo menos, una peligrosa vulneración al Principio de Transparencia y como consecuencia de ello, al desarrollo eficiente del Mercado de Valores en el Perú.

Por lo tanto, queda claro que no todos los inversionistas cuentan con la misma cantidad y calidad de información, lo que genera una asimetría de condiciones entre ellos. Esto, como se ha podido apreciar previamente, genera la ineficiencia del mercado, ya que como ha quedado demostrado, la Sociedad Adquirente tomaría el control de la Sociedad Objetivo sin que tal hecho sea de conocimiento de todos los inversionistas. Este hecho se genera como consecuencia de que la toma de control se realiza previamente a la realización de la OPA, caso en el cual, recién se activará la obligación de la Sociedad Adquirente de transmitir al mercado toda la información relevante con ocasión de la realización de la OPA.

Sin perjuicio de ello, de conformidad con los artículos 7°, 8° y 9° del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico -Resolución CONASEV N° 722-1997-EF/94.10- las personas jurídicas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores, y las que mantienen valores inscritos en dicho registro, deben comunicar a CONASEV, el listado de las personas que integran el grupo económico al que pertenecen, la relación de sus accionistas titulares cuando menos del 5% del capital social, así como toda modificación que ocurra respecto a dicha información, aún cuando estas no estén inscritas en dicho registro. Asimismo, el artículo 10° del citado Reglamento de Propiedad Indirecta, dispone que dicha información se considera como hecho de importancia para el caso de los emisores, y debe ser comunicado de acuerdo al Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, aprobado por Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10.

En tal sentido, en los supuestos bajo análisis, sería el emisor (Sociedad Objetivo) la obligada a informar, como hecho de importancia, todas las variaciones accionarias que signifiquen transferencias de propiedad de acciones a partir del 5% del capital social, siempre y cuando el emisor tenga acceso a dicha información. En ese orden de ideas, y atendiendo a que será muy difícil que el emisor tenga conocimiento de la adquisición de la Sociedad Vehículo por la Sociedad Adquirente, sería razonable, y hasta prudente, que el emisor solicite información de tiempo en tiempo (por ejemplo todos los años) a sus accionistas, con el objeto de averiguar quiénes son los propietarios y quiénes conforman el grupo económico de las Holdings, que a su vez son accionistas de la Sociedad Objetivo, y de esta manera estar en condiciones de informar a CONASEV de posibles cambios en su accionariado.

c) Asimismo, el citado Artículo 31° a) establece que en el supuesto de una adquisición indirecta, la Sociedad Adquirente deberá formular la OPA por el número de valores adquiridos, pero en ningún caso, por menos de los porcentajes de los umbrales (25%, 50% y 60%) establecidos en los incisos a), b) y c) del Artículo 6° del Reglamento de OPA.

Desde nuestro punto de vista, esta obligación, como está planteada, podría generar una serie de incongruencias e inconvenientes.

En primer lugar: ¿A qué número de valores adquiridos se está refiriendo la norma: a los valores de la Sociedad Vehículo (holding), o a los valores de la Sociedad Objetivo? Consideramos que la norma está haciendo referencia a los valores adquiridos indirectamente, es decir, al porcentaje de valores adquiridos de la Sociedad Objetivo, debido a que no tendría sentido alguno lanzar una OPA por el número de valores de una sociedad que siquiera está cotizada. Además, lo que se busca con la obligación de lanzar una OPA es proteger los intereses de los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo, por lo que una interpretación en contrario carecería de todo fundamento. Sin embargo, la norma no lo especifica, lo que podría generar diversas y hasta falsas interpretaciones, que lo único que lograría es generar desconfianza y confusión en los inversionistas.

Ahora bien, teniendo claro a qué cantidad de valores adquiridos se refiere el Artículo 31° a), se produce otro inconveniente: ¿Que sucede en los casos en que la Sociedad Adquirente haya adquirido, por lo menos, más del 50% de la participación accionaria con derecho a voto de la Sociedad Objetivo? por ejemplo, ¿que sucedería en el caso que luego de la adquisición, la Sociedad Adquirente –indirectamente– ostente el 80% de participación accionaria con derecho a voto efectivo? En estos casos, ¿la Sociedad Adquirente tendría que lanzar una OPA por el 80%? ciertamente, ello no tiene sentido ni lógica alguna.

En efecto, si la Sociedad Adquirente ha adquirido el 80% de la participación accionaria con derecho a voto de la Sociedad Objetivo, no podría lanzar una OPA por, al menos, el 80%, por cuanto únicamente estaría en juego el 20% de acciones restante. Caso contrario estaríamos frente a una inconcebible OPA lanzada para la adquisición de 20% de acciones cuyos titulares son distintos accionistas y 60% de acciones de propiedad de la propia Sociedad Adquirente quien es la obligada a efectuar la OPA.

Esto último, no tiene lógica alguna, ya que no concebimos cómo será posible que la Sociedad Adquirente adquiera un porcentaje de acciones de las cuales ella ya es la titular.

Del mismo modo debemos mencionar que de conformidad con lo dispuesto por el artículo 44 inciso g) del Reglamento de OPA –el cual debe concordarse con el artículo 27° del mismo dispositivo legal¹¹–, las personas incluidas en el cómputo de propiedad indirecta del oferente, o aquellas que pertenecen a su mismo Grupo Económico no pueden ser aceptantes de la oferta de dicho oferente.

Consecuentemente, si la Sociedad Adquirente lanzara la OPA por las acciones de la Sociedad Objetivo, posteriormente a la compra de la Sociedad Vehículo, esta última –por tratarse ahora de una empresa vinculada o del mismo Grupo Económico de la Sociedad Adquirente– ni cualquier otra sociedad vinculada a esta ni a la Sociedad Adquirente podrá ser aceptantes de la oferta. Esto último tiene la finalidad que: (i) el oferente o Sociedad Adquirente no adquiera acciones que son indirectamente de su propiedad, lo cual como ya hemos visto es inconcebible; y, (ii) que el universo de accionistas aceptantes de la oferta se reduzca, con lo cual los aceptantes que no son

¹¹ Artículo 27°: "La adjudicación de la oferta se realiza a prorroga entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación".

vinculados a la Sociedad Adquirente tendrán mayores posibilidades de acceder a la prima de control una vez efectuada su aceptación a las condiciones de la oferta.

Adicionalmente, debemos hacer mención a otro problema que la redacción del artículo 31° a) del Reglamento de OPA suscita. Nos referimos a que, como acabamos de ver, no en todos los casos tiene sentido lanzar la OPA por la totalidad del porcentaje de los valores de la Sociedad Objetivo adquiridos indirectamente. Sin embargo, tampoco tendría sentido alguno lanzar la OPA por el saldo de acciones de la Sociedad Objetivo, de propiedad de diversos accionistas distintos a la Sociedad Adquirente o de empresas vinculadas a esta, debido a que, siguiendo el ejemplo anterior, si la intención de la Sociedad Adquirente fue adquirir únicamente el 80% de las acciones con derecho a voto de la Sociedad Objetivo, de ninguna manera se la puede obligar a adquirir un 20% adicional, del cual ni siquiera tuvo, ni tiene, intención de hacerlo.

d) Por último, debemos referirnos a la medida correctiva que presenta el artículo 31° del Reglamento de OPA como solución. Dicho artículo establece que ante un supuesto de adquisición indirecta, se podrá optar entre realizar una OPA por el número de valores adquiridos o se podrá vender mediante una OPV incondicional las acciones adquiridas.

En primer término debemos advertir que en ninguno de las dos opciones que se establecen, la norma hace referencia alguna a quien es el obligado a cumplir con la medida correctiva, la Sociedad Vehículo o al Adquirente, es decir, la norma no se pone en el supuesto de quien sería el infractor, la Sociedad Vehículo o los accionistas de la Sociedad Vehículo (Adquirente). Somos de la opinión, que ambas medidas correctivas serán de cumplimiento con cargo al Adquirente, quien es el que indirectamente está adquiriendo control o participación significativa en la Sociedad Objetivo y por ende se convierte en la beneficiaria de tales consecuencias.

Ahora bien, el mencionado artículo, como tampoco lo es para la opción de la OPA luego de una adquisición indirecta, no es claro en cuanto a qué acciones se deberán vender vía OPV.

En efecto, la parte pertinente del artículo 31° a) del Reglamento de OPA señala: "(...); o vender mediante una OPV incondicional las acciones adquiridas".

Como podrá apreciarse, la norma más parece hacer referencia a las acciones adquiridas de la Sociedad Vehículo que a las de la Sociedad Objetivo. Sin embargo, consideramos, como no podría ser de otra manera, que es el Adquirente el obligado a efectuar la medida correctiva de lanzar la OPV, y que esta debe ser lanzada por la totalidad de las acciones adquiridas indirectamente e ilegalmente de la Sociedad Objetivo.

Debemos advertir que dicha OPV (medida correctiva) no presentaría problema alguno, en la medida en que el Adquirente haya adquirido el 100% de las acciones de la Sociedad Vehículo. Sin embargo, en el supuesto en que el Adquirente no sea el único accionista de la Sociedad Vehículo, la medida correctiva de la OPV incondicional por la totalidad de las acciones adquiridas indirectamente de la Sociedad Objetivo no tendría sentido, toda vez que, en dicho supuesto, tendría que ser la Sociedad Vehículo quien oferte la venta de dichas acciones afectando así los intereses del otro u otros accionistas de la Sociedad Vehículo quienes no han tenido participación alguna en dicha operación y, consecuentemente, no tendrían por qué verse perjudicados por una reducción en sus porcentajes de participación indirecta en la Sociedad Objetivo.

No obstante, parecería que la norma no se ha puesto en este supuesto, si tenemos en consideración que ella no establece cuál sería el procedimiento a seguir en estos casos. Por lo demás, y en atención a lo expresado líneas arriba, consideramos que dichas medidas correctivas son absurdas, toda vez que, no es posible corregir algo que ha nacido en flagrante vulneración a los principios que rigen el mercado de valores.

En ese orden de ideas, consideramos que las adquisiciones indirectas de participación significativa de una sociedad, no deberían ser permitidas al amparo de lo dispuesto por el artículo 31° a) del Reglamento de OPA, sino que, por el contrario, **las únicas opciones** que quedarían, con el objeto de que dichas operaciones se den en estricto cumplimiento de los principios antes reseñados, es la de efectuar una Oferta Pública de Adquisición previa por la totalidad de las acciones que indirectamente se irían a adquirir de la Sociedad Objetivo, y que generarían una toma de control de esta, como consecuencia de la adquisición de un porcentaje de acciones de la Sociedad Vehículo que lo permita o, en su defecto, la formulación de una OPA paralela y simultánea a la adquisición de la Sociedad Vehículo.

VII. LEGISLACIÓN COMPARADA

Conviene ahora revisar la legislación de otros países en materia de adquisiciones indirectas. Como quiera que estos países, a los cuales vamos a hacer referencia, se encuentran, hace muchos años, ampliamente más desarrollados en el ámbito del mercado de valores, consideramos que es prudente y hasta necesario revisar como es que regulan este tipo de adquisiciones.

Así, tenemos como ejemplo el caso español. Es importante revisar la legislación española sobre la materia, toda vez que nuestra legislación se sustenta fundamentalmente en esta. En dicho país, el tema está regulado en el Real Decreto 1997/1991 –modificado por el Real Decreto 432/2003 del 11 de abril de 2003–, el mismo que en su artículo 3°, inciso 1 a) regula lo concerniente a las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa a través de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores.

Dicho artículo señala en su parte introductoria lo siguiente:

“En caso de fusión con otra sociedad o de toma de control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en Bolsa de Valores o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones están admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas: (...)”.

El inciso a) del referido artículo dispone, que en caso de fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse una OPA cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, vaya a alcanzarse en la sociedad afectada cualquiera de los porcentajes de participación señalados en los numerales 3 y 4 y en el párrafo a) del numeral 6 del artículo 1°. Asimismo, dispone que la OPA deberá formularse con carácter previo a la fusión o toma de control, y dirigirse a la totalidad del capital.

Como podrá apreciarse, la citada norma establece dos supuestos diferentes: (i) cuando se trata de una fusión o toma de control de una sociedad de mera tenencia de valores, sin requerirse de ningún requisito o supuesto adicional a este; y, (ii) en el

supuesto en que el motivo determinante de dicha toma de control o fusión sean los valores de la sociedad afectada que constituyen parte esencial del activo. Con ello, a diferencia de lo que ocurría con el derogado artículo 32° de nuestro Reglamento de OPA, se deja a salvo el problema que constituía no establecer supuestos objetivos a través de los cuales se activaba, para la Sociedad Adquiriente, la obligación de formular una OPA, el mismo que comentáramos líneas arriba cuando nos referimos a dicho artículo, hoy derogado.

Adicionalmente, es rescatable también el hecho que el artículo bajo comentario establece que tal obligación se activa previamente a la fusión o toma de control, lo que deja a salvo también los problemas que constituye activar la obligación luego de la toma de control, los mismos que también hemos comentado líneas arriba.

Por último, debemos referirnos a la cantidad de acciones sobre la cual debe dirigirse la OPA. El mencionado artículo 3° del Real Decreto N° 1997/2001, establece que la OPA debe dirigirse a la totalidad del capital, es decir al 100% de las acciones con derecho a voto de la Sociedad Objetivo²⁴. Ello, resulta prudente toda vez que, al menos, determina y clarifica de alguna manera sobre que porcentajes debe lanzarse la OPA, lo que, a su vez, evita problemas como adquisiciones de acciones de titularidad del ofertante e incentiva la adquisición de participación significativa de una sociedad a través del procedimiento normal establecido para éste tipo de operaciones. Esto último, debido a que en el supuesto en que el ofertante no desee adquirir el 100% de las acciones con derecho a voto de la Sociedad Objetivo, podrá adquirir por la vía normal los porcentajes deseados.

Por lo demás, creemos que la redacción del artículo bajo comentario es más acertada que la actual redacción del artículo 31° a) de nuestro Reglamento de OPA y no vulnera los principios básicos del mercado de valores.

Por otro lado, conviene revisar la legislación argentina sobre la materia.

En la Argentina, el tema se encuentra regulado en el artículo 16° inciso a) de la Resolución General N° 401 de fecha 26 de marzo de 2002.

Debemos señalar que la redacción del mencionado artículo es exactamente igual a la redacción del inciso 1 a) del artículo 3° del real Decreto N° 1197/1991 español que comentáramos líneas arriba, por lo que nuestros comentarios sobre ella son los mismos, no conviniendo a los intereses del lector, repetir los mismos.

Como se podrá apreciar, las legislaciones sobre la materia bajo análisis de países ciertamente más desarrollados en materia de mercado de valores es unánime en cuanto a la forma o método de regulación de las adquisiciones indirectas, específicamente a través de sociedades de mera tenencia de valores. Por lo tanto, no entendemos cuáles fueron los motivos que llevaron a nuestros legisladores a optar por una regulación tan distinta a las demás, lo que, como hemos visto, genera una serie de inconvenientes, así como una serie de incongruencias con los principios básicos que deben regir en todo mercado de valores. Ello, como queda claro, genera

²⁴ Sin embargo, debemos destacar el hecho que, en el caso de adquisiciones indirectas, el régimen español no solo opa por imponer la obligación precisa de lanzar una OPA por el 100% de las acciones con derecho a voto de la sociedad objetivo, sino que obliga a que estas se realicen por el valor real de mercado. Como podrá apreciarse, el régimen adoptado por la legislación española para el caso de adquisiciones indirectas (tanto por fusión como por tomas de control) es asombrosamente desincentivador dado que: (i) no permite umbrales parciales; y, (ii) no permite precio libre. De hecho, tampoco permite desincentivos en lugar de OPA's, las mismas que se reservan (tanto OPA's parciales como desincentivos) para casos de adquisiciones ilimitadas o sobreventas.

incertidumbre y desconfianza en los potenciales inversionistas lo que genera a su vez la ineficiencia del mercado, al menos en cuanto al tema bajo análisis.

En tal sentido, somos de la opinión que la concepción y redacción del artículo 31° del Reglamento de OPA no es la más adecuada, por lo que consideramos que CONASEV debe revisar la misma, con la finalidad de modificar el mencionado artículo, a efectos de concordarlo con los principios que rigen el mercado de valores, que constituyen el pilar de un mercado eficiente y transparente lo que, a su vez, genera una mejor distribución de la riqueza.

VIII. CONCLUSIONES

Para terminar, debemos señalar algunas conclusiones que creemos deben tomarse en cuenta. Ellas son las que a continuación enumeramos:

- a) El Derecho debe estar en una constante búsqueda de un mercado perfecto y eficiente, es decir, de un mercado de valores desarrollado.
- b) Un mercado de valores perfecto y eficiente es aquel en donde cada uno de los actores del mercado se relacionen entre sí dentro de un marco de acceso igualitario a la información, lo que a su vez genera una correcta formación de precios.
- c) Para tal efecto, las normas que regulan el mercado de valores deben verse sustentadas necesariamente en el respeto a los principios que deben regir todo mercado de valores, cuales son: (i) Principio de Protección al Inversionista; (ii) Principio de Transparencia; (iii) Principio de Igualdad; y, (iv) Principio de Imparcialidad.
- d) Asimismo, la doctrina ha sido enfática y unánime en reconocer ciertos principios propios que deben regir en el desarrollo de una Oferta Pública de Adquisición. Estos principios son: (i) Tratamiento Igualitario para todos los accionistas de la Sociedad Objetivo; (ii) Divulgación veraz, suficiente y oportuna de toda la información que sea necesaria.
- e) La pretensión o intención de alcanzar o incrementar participación significativa en una sociedad, activa la obligación de formular una OPA, siempre y cuando se alcancen los porcentajes de participación significativa establecidos en el Reglamento de OPA, es decir 25%, 50% y 60% (elemento objetivo) o se pretenda alcanzar estos (elemento subjetivo).
- f) Las ofertas competidoras generan una puja limitada de precios, lo que a su vez genera un beneficio para los accionistas –incluidos los minoritarios– de la Sociedad Objetivo, ya que verían incrementado el valor de sus acciones.
- g) Se puede adquirir el control de una sociedad utilizando vías indirectas, como por ejemplo, la adquisición de una Sociedad Controladora o Vehículo (Holding), que a su vez, ostenta el control de la Sociedad Objetivo. En tal sentido, el derecho debe regular este tipo de adquisiciones indirectas con la finalidad de proteger a los accionistas minoritarios, asegurar un tratamiento igualitario respecto de los accionistas de control y buscar que dichas operaciones se produzcan de la manera más transparente posible.
- h) El vigente artículo 31° a) del Reglamento de OPA, que regula las adquisiciones indirectas, no tiene una concepción apropiada. Como consecuencia de ello, se generan una serie de inconvenientes e incongruencias respecto de los principios del mercado de valores. Por lo tanto, dicho artículo debe ser revisado y modificado, con la finalidad de respetar tales principios y asegurar o intentar asegurar la eficiencia y transparencia del mercado de valores.