

Reflexiones sobre la renuncia a participar en una OPA y los vacíos reglamentarios respecto de las adquisiciones concertadas



ISMAEL NOYA DE LA PIEDRA

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Máster en Derecho (MCJ) por New York University.

YASMIN FARAH MANZUR

Abogada por la Universidad de Lima.
Máster en Derecho (LL.M.) por New York University.
Egresada del Programa de Alta Especialización en Finanzas y Derecho Comercial (PAE) de ESAN.



SUMARIO:

- I. Introducción
- II. Las renuncias a participar en la OPA formuladas por ciertos accionistas de la sociedad objetivo.
- III. Las reglas aplicables a las OPAs concertadas.

I. INTRODUCCIÓN

La actual regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición ("OPA") impone a las personas naturales o jurídicas que pretenden adquirir, que adquieren o incrementan su participación significativa² (ya sea directa o indirectamente) en una sociedad que al menos tiene una clase de acciones con derecho a voto listadas en bolsa, la obligación de formular una OPA dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en la sociedad. El objetivo fundamental de la OPA es garantizar que todos los titulares de valores a los que se dirige la OPA puedan participar en la prima pagada por el o los adquirentes.

Si bien la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento de OPA no establecen expresamente que en un supuesto de adquisición concertada deba lanzarse una OPA, a diferencia de lo que establecía el reglamento anterior, de una lectura

concordada y sistemática del articulado del Reglamento de OPA se desprende que el supuesto de la adquisición concertada también estaría incluido; esto es, cuando un grupo de personas se ponen de acuerdo para adquirir o incrementar su participación significativa en una sociedad emisora, cumpliendo los requerimientos legales antes mencionados. Es así que en la definición de adquirente y de participación significativa se hace referencia a las personas o grupos de personas que adquieren. Además, en la exposición de motivos de dicho Reglamento y en la sección que regula el contenido del prospecto informativo, se menciona al conjunto de personas que actúen concertadamente.

Ahora bien, aún cuando podemos concluir que el actual Reglamento de OPA sí comprende el supuesto de la adquisición concertada como uno que genera la obligación de lanzar una OPA, consideramos que dicho Reglamento ha sido concebido teniendo presente el caso de las OPA comunes y, por ende, ha omitido considerar su-

- 1 De conformidad con lo dispuesto en el artículo 68 de la Ley de Mercado de Valores, "La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad." Por su parte, el artículo 4 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución CONASEV No. 009-2006-EF-94,10 y sus modificatorias (en adelante, el Reglamento de OPA), señala que "La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:
 - a) Se trate de una transferencia a título oneroso;
 - b) La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;
 - c) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichas supuestos le permita: i) remover a la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad; y
 - d) No se encuentre incluida en ninguna de los supuestos del artículo 10 (supuestos de excepción de OPA)."
- 2 Participación Significativa: De conformidad con lo dispuesto en el artículo 1, inciso 16 del Reglamento de OPA, se considera participación significativa toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa. También se considera participación significativa la facultad que posee una persona o grupo de personas de, sin tener propiedad directa o indirecta, ejercer el derecho a voto de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos últimos supuestos le permita: i) remover o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad.

puestos que se dan en las OPA de adquisiciones concertadas, por lo que las reglas de ejecución aplicables a estos últimos supuestos no quedan del todo claras.

En el presente artículo hemos querido realizar algunas reflexiones sobre dos aspectos respecto de los cuales el actual Reglamento de OPA nos deja una serie de vacíos. Estos aspectos son los siguientes: (i) las consecuencias que deberían generar las renunciaciones a participar en la OPA, formuladas por ciertos accionistas de la sociedad objetivo y (ii) las reglas aplicables a las OPA que se gatillan como consecuencia de adquisiciones concertadas de participación significativa.

En este artículo esbozaremos dichos vacíos desde una perspectiva práctica y sugeriremos la forma en que deberían ser interpretados.

II. LAS RENUNCIAS A PARTICIPAR EN LA OPA FORMULADAS POR CIERTOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD OBJETIVO

Con cierta frecuencia se da el caso que, como consecuencia de una adquisición de participación significativa en una sociedad emisora y, puntualmente en supuestos en los que se adquiere control, accionistas que no participaron de dicha transacción renuncian a su derecho de participar en la OPA que se genera como consecuencia de dicha adquisición previa. Los motivos de la renuncia a participar en la OPA pueden obedecer a diversas razones, tales como cuando el accionista de la sociedad emisora que no participó en la transacción previa renuncia a su derecho de participar en la OPA porque tiene cierta vinculación económica a la sociedad oferente o cuando como parte de las negociaciones que dieron origen a la adquisición previa se acordó que dicho accionista no participaría en la OPA de regularización o también llamada OPA posterior. Estos ejemplos son mencionados solo con propósito ilustrativo, ya que las razones que dan lugar a la renuncia del accionista no ocasionan una consecuencia jurídica.

Ahora bien, cabe preguntarse entonces, ¿qué consecuencias generan dichas renunciaciones frente

a la OPA? ¿Puede excluirse del porcentaje por el cual será lanzada la OPA a las acciones de los accionistas renunciantes? ¿Puede reducirse el monto de la garantía que asegurará el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA? Respecto de este tema, el regulador ha tomado una posición que no necesariamente compartimos en todos sus extremos, los cuales pasaremos a explicar a continuación, así como a dar nuestra posición al respecto.

En diversos casos ocurridos en el mercado, la posición del regulador sobre la primera de las interrogantes planteadas en esta sección del artículo ha sido negativa; es decir, considera que la OPA posterior no debe lanzarse sobre un número de acciones menor. En alguno de los casos ocurridos, el regulador fundamentó su negativa en que la legislación sobre la materia establece que la OPA debe dirigirse a todos los titulares de acciones con derecho a voto de la sociedad objetivo y además que, como correlato a dicha obligación, otorga al íntegro de los titulares de acciones con derecho a voto en la sociedad objetivo, los siguientes derechos:

- (i) Recibir un tratamiento equivalente en el caso de adquisición de participación significativa;
- (ii) Recibir un tratamiento equivalente en el pago de la prima que se les ofrezca; y
- (iii) Acceder a la información necesaria para determinar la conveniencia o no de transferir sus valores.

Consideramos que los tres derechos antes mencionados se generan para poder ejercer adecuadamente el derecho de vender, pero presuponen que, en efecto, se tiene el derecho. Estando a ello, dicho propósito ya carecería de aplicación desde que habrían dejado de existir para el accionista luego de su renuncia a vender en una OPA.

A mayor abundamiento, si bien es cierto que el propósito de la OPA es garantizar que todos los titulares de valores a los que se dirige la oferta puedan participar en la prima en condiciones cuando menos iguales que los titulares de valores que permitieron al adquirente obtener

participación significativa, la renuncia en forma previa a la puesta a disposición del prospecto informativo no vulnera esta finalidad.

En primer lugar, consideramos que el participar en una OPA es un derecho patrimonial disponible dentro del principio de libertad contractual que rige en nuestro ordenamiento legal. En efecto, por un lado, solo los derechos laborales han sido constitucionalmente reconocidos como no disponibles e irrenunciables y, por el otro, no existe ley ni disposición de orden público que prohíba la disponibilidad de tales derechos patrimoniales. Además, si una persona puede libremente vender sus acciones en el mercado, que es lo más, no se entiende por qué no podría disponer con igual libertad de su derecho a participar en un OPA, que es lo menos.

Sin perjuicio de lo anterior, si bien es cierto que los destinatarios de una OPA tienen derecho a tomar una adecuada decisión de inversión basados en información suficiente, es posible que para dichos accionistas lo único relevante sea conocer el precio que se les pagaría en la OPA, el cual podría ya ser público a través de la publicación del informe de valorización. También, cabe la posibilidad que dichos accionistas conozcan de cerca la situación de la sociedad objetivo y consideren que están en posición de adoptar una decisión de renuncia a participar en la OPA, independientemente de haber recibido el prospecto informativo o no.

Consideramos que la decisión de renuncia es un acto meramente voluntario de cada accionista en el que, dentro de una economía de libre mercado, ningún regulador debería intervenir para impedirlo alegando supuestos de asimetría informativa y desprotección hacia los inversionistas. Por tanto, cada uno de los accionistas de la sociedad objetivo debería ser libre de tomar una decisión y decidir, en uso de la misma libertad, si espera a recibir el prospecto informativo para aceptar o no la OPA, o si, por el contrario, decide renunciar a su derecho de participar en la OPA, inclusive antes de que sea lanzada y sin necesidad de recibir la información.

Un factor de mercado que no necesariamente tiene un impacto de orden legal en el presente análisis, pero que igualmente vale la pena comentar, es aquel vinculado al precio de mercado de las acciones al momento del lanzamiento de la OPA. En la generalidad de los casos en los que se lanzan OPA posteriores, el valor de cotización de las acciones en el mercado bursátil al momento de lanzar las OPA resulta mucho mayor al pagado en la transacción previa, con lo cual es frecuente que las OPA posteriores resulten desiertas como consecuencia de que el valor ofrecido como pago en la OPA resulta siendo menor al valor de cotización. Si bien este resulta un factor variable, que depende del mercado, genera cuando se presenta discusiones teóricas que en la práctica no tendrán ningún efecto real.

Por una situación como la mencionada en el párrafo anterior es que proponemos que se equilibre el aspecto económico de las OPA y que no se pierda de vista cuál es el verdadero fin de estas, que es permitir a todos los accionistas poder participar en la prima de control que se pueda ofrecer.

Al respecto nos permitimos hacer la siguiente reflexión: Con el ingreso de cierto(s) accionista(s) a determinada sociedad emisora, el valor de cotización de las acciones en el mercado bursátil se ve incrementado de manera considerable, bastante por encima de lo que sería pagado en una OPA posterior. ¿Acaso no se podría considerar entonces que el mercado ya reconoció ese mayor valor por las acciones y que ya no debería ser necesario lanzar la OPA de regularización por carecer de sentido económico para su beneficiario?

De acuerdo con lo dispuesto por la normativa vigente, no cabe esta posibilidad de excepción, ya que, inclusive en estos supuestos, el o los adquirentes se encuentran obligados a lanzar la OPA posterior. Sin embargo nos permitimos plantear que se estudie este supuesto como un supuesto de excepción, a fin de no tener que cumplir con una formalidad que en realidad ha perdido el sentido económico que es su razón de ser.

Ahora bien, respecto de si puede reducirse el monto de la garantía que asegurará el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA como consecuencia de las renunciadas, el regulador ha concedido esta reducción en diversos casos al considerar que mantener una garantía durante todo el periodo de OPA, incluyendo las acciones objeto de renuncia, genera un costo sumamente alto para el oferente. Compartimos plenamente la posición del regulador.

La aprobación de dicha reducción viene siendo condicionada a que se cuenten con las medidas de protección que permitan que la renuncia goce de las salvaguardas suficientes y necesarias, así como la transparencia de información en los prospectos informativos, para cualquier tercero que pueda verse afectado.

Para eliminar el riesgo teórico de que algún eventual tercero adquirente de las acciones pueda pretender desconocer dicha renuncia, lo que ha venido sucediendo es que las renunciadas se han formulado de manera irrevocable y, además, se han venido registrando en la matrícula de acciones de la sociedad, en el caso de títulos físicos, y en la institución de compensación y liquidación de valores, en el caso de títulos desmaterializados, como una afectación temporal, con vigencia hasta la fecha que finalice el procedimiento de OPA. Concordamos también con el regulador que el registro de estas afectaciones resulta razonable a fin de eliminar el riesgo antes descrito.

III. LAS REGLAS APPLICABLES A LAS OPA CONCERTADAS

Como mencionamos en la introducción del presente artículo, de una lectura concordada y sistemática de las normas que regulan las OPA se desprende que la obligación de lanzar una OPA cuando se adquiere o incrementa participación significativa se genera tanto en los casos en los que la adquisición la realiza una persona como cuando la realizan un conjunto de personas que actúan concertadamente, ya sea que estas tengan vinculación económica o societaria o no.

Sin embargo, no queda igualmente claro cuáles son las reglas para la ejecución de una OPA que se origina por una adquisición previa realizada de forma concertada. A continuación planteamos las interrogantes que consideramos deben ser aclaradas, ya sea mediante una modificación del Reglamento de OPA o mediante una interpretación del regulador.

- (i) ¿Quién debe lanzar la OPA? ¿Son todos los adquirentes o pueden ser algunos de ellos designados por los demás? ¿Qué impide que unos y no todos ejerzan la OPA en beneficio del mercado y los potenciales aceptantes de la OPA? De la respuesta a esta interrogante se desprenderán una serie de consecuencias, tales como: quién otorgará la garantía, quién elaborará el prospecto, quién se encargará de publicar el aviso de ofertas.
- (ii) ¿A quién se le asignan las acciones y en qué proporción? Es claro que no es posible que por esta vía se imponga un condominio entre los adquirentes iniciales. En el extremo de que solamente una persona titular de una acción acepta la OPA, ¿a cuál de los oferentes se le asigna tal aceptación?
- (iii) Considerando que se presume que las obligaciones son mancomunadas, ya que, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 1183 del Código Civil, la solidaridad solo se origina en la ley o el título de la obligación la establece en forma expresa. ¿De qué obligación es responsable cada uno de los adquirentes iniciales, que debe adquirir cada uno de ellos y cómo se distribuyen la responsabilidad administrativa? ¿Qué ocurre si alguno incumpliera? ¿No sería mejor simplificar el esquema de responsabilidad admitiendo la posibilidad de que los adquirentes iniciales puedan designar quién o quiénes de ellos lancen la OPA y se centre la responsabilidad en los oferentes designados y en la seguridad que proporcionen de las garantías que estos deben presentar para respaldar las obligaciones que se generan durante la vigencia de la OPA?

Presentaremos a continuación algunas reflexiones respecto de las preguntas formuladas. En

otras jurisdicciones se permite que alguna de las personas que adquirió de manera concertada lance la OPA. Dicha persona no actúa como un representante de los concertados, sino que es quien asume las obligaciones de la OPA frente al mercado. Esto no debería tener ninguna implicancia ni en los destinatarios de la OPA ni en el mercado, toda vez que lo fundamental es que la OPA se efectúe por el porcentaje de acciones que corresponda y que a sus destinatarios se les dé la posibilidad de transferir sus acciones a un precio determinado conforme a las regulaciones.

Respecto de este tema, en nuestro mercado se han dado casos en los que el regulador ha aprobado el cambio de titular de la OPA, pero hasta el momento siempre se ha tratado de sociedades vinculadas al adquirente inicial. En estos casos se ha establecido que los obligados principales a lanzar la OPA mantienen la responsabilidad solidaria por las obligaciones adquiridas por el nuevo titular derivadas de la OPA. Presumimos que la imposición de la solidaridad se fundamentaría en la definición de "Adquirente" del Reglamento de OPA, según la cual se establece que la obligación de efectuar una OPA es solidaria entre todos los adquirentes.

Sin embargo, efectuado el lanzamiento de la OPA, en el supuesto que solo un grupo de los adquirentes iniciales sean quienes la lancen, ¿por qué mantener dicha solidaridad entre todos los adquirentes incluyendo a quienes no participen de la OPA? Presumimos que en los casos en que se ha autorizado que la OPA la lance una persona distinta del adquirente inicial, la solidaridad ha sido condición para autorizar el cambio de titular y aceptada por quienes solicitan dicho cambio, por cuanto las sociedades que sustitu-

yen al adquirente inicial en el lanzamiento de la OPA se encuentran vinculadas económicamente con este.

Ahora bien, si en una OPA concertada esta fuera presentada por todos los adquirentes en calidad de oferentes, cabe también preguntarse ¿qué sucedería en caso que alguno(s) de los oferentes(s) no cumpla(n) con presentar parte de la información que corresponde o cualquier otra obligación? Creemos que no debería sancionarse a todos con suspensiones de derechos políticos, sobretodo si consideramos que algunos de ellos sí habrían cumplido con presentar toda su información. Esta también es una de las interrogantes adicionales que nos deja el Reglamento de OPA en supuestos de adquisiciones concertadas.

Lo señalado tiene relación directa con la definición que se haga sobre la naturaleza mancomunada de la obligación de lanzar una OPA y sus consecuencias. No es posible crear por la vía de un reglamento supuestos de solidaridad no previstos en la ley. Tampoco es posible imponer fórmulas de condominio. Lo razonable es dejar que las partes, que han definido los términos y la lógica de la concertación para la adquisición, definan a su vez la forma como la obligación de la OPA posterior debe ser cumplida. Lo importante es que la forma como se ejecute el cumplimiento la OPA sea respetando su finalidad, oportunamente y por el precio que corresponda, con las debidas garantías de pago.

Dicho de otra forma, lo verdaderamente relevante, lo principal, es cautelar el derecho de los accionistas y no tanto cuál de los adquirentes es quien finalmente se encarga de satisfacer ese derecho, que es accesorio.