



M&A de empresas listadas: ¿Qué, cuándo y cómo comunicar al mercado?

M&A of listed companies:
What, when and how to communicate to the market?



MARIA ANGÉLICA MENESES BATTIFORA

Abogada por la Universidad del Pacífico.
Posgrado Harvard Law School LL.M.

Recibido con fecha 16 de junio de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 23 de febrero de 2025.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. ¿Qué información vinculada al M&A de un Emisor puede ser de particular relevancia?
- III. ¿Cuándo y cómo debo informar?
- IV. ¿Qué puedo hacer si revelar la información podría causar un perjuicio?
- V. ¿Qué pasa si no informo?
- VI. Conclusión.



RESUMEN:

Las operaciones de M&A de empresas listadas pueden tener complejidades adicionales en comparación con las de empresas privadas, ya que están sujetas a la normativa del mercado de valores. En el presente artículo se explorará la información que debe comunicarse a la Superintendencia del Mercado de Valores y al mercado en general, así como los lineamientos que deben observarse para cumplir con la normativa aplicable.

Palabras clave: M&A, adquisición de acciones, hechos de importancia, transparencia, cumplimiento normativo

ABSTRACT:

M&A transactions of listed companies may have additional complexities compared to those of private companies, as they are subject to securities market regulations. This article will explore the information that must be reported to the Securities Market Superintendency and to the market in general, as well as the guidelines that must be observed to comply with the applicable regulations.

Keywords: M&A, acquisition of shares, material facts, transparency, regulatory compliance

I. INTRODUCCIÓN

En el Perú, las empresas que tienen valores registrados en el registro público del mercado de valores —en adelante, los "Emisores"— están sujetas a regulaciones específicas que buscan promover la transparencia en el mercado y proteger a los inversionistas. En dicha línea, la Superintendencia del Mercado de Valores —en adelante, "SMV" — tiene la responsabilidad de velar por la integridad y eficiencia del mercado de valores peruano, fomentando un entorno justo y transparente para todas las partes involucradas, siendo así la autoridad pertinente encargada de supervisar y regular el cumplimiento de la normativa específica por parte de este tipo de empresas. Así, la SMV establece requisitos relacionados con la divulgación de información financiera y corporativa, el cumplimiento de estándares de gobierno corporativo, la prevención de prácticas fraudulentas y manipuladoras, así como la protección de los derechos e intereses de los inversionistas.

Como parte de las obligaciones específicas que los Emisores deben cumplir se encuentra la obligación de informar. Esta obligación incluye, por un lado, el deber de proporcionar cierta información de manera periódica, así como, por otro lado, el deber de informar sobre la ocurrencia de

ciertos eventos de particular relevancia; ambos siempre en observancia del estándar de calidad de información requerido por la ley de mercado de valores aprobada mediante Decreto Legislativo N.º 861 —en adelante, la "Ley"—, el cual implica que toda información proporcionada debe ser veraz, suficiente y oportuna¹. Dentro de la información periódica a ser comunicada se encuentra aquella información financiera que debe ser proporcionada con una periodicidad no mayor al trimestre², mientras que la obligación de informar hechos por su particular relevancia debe ser medida por la influencia que estos puedan tener sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.³

En general, las operaciones de transferencia de acciones —en adelante, "M&A" — representativas de un porcentaje significativo del capital social de un Emisor, y algunos procesos relacionados a estas, se pueden encontrar dentro del segundo supuesto y, por lo tanto, deben ser comunicadas a la SMV tan pronto como el hecho ocurra o el Emisor tome conocimiento del mismo. Lo anterior implica que, a diferencia de un M&A donde el *target* es una empresa privada y la divulgación de información puede estar sujeta a acuerdos entre las partes involucradas, en el caso de los Emisores se deben cumplir con requisitos legales de divulgación de información a los in-

1. Decreto Legislativo No. 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 10.
2. Decreto Legislativo No. 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 29.
3. Decreto Legislativo No. 861, Ley del Mercado de Valores, Artículo 28.

versionistas para garantizar la eficiencia y transparencia del mercado de valores. En consecuencia, las operaciones de M&A que tengan como *target* a un Emisor deben ser evaluadas cuidadosamente en términos de sus implicancias legales de divulgación de información al mercado, debiendo, de ser aplicable, estar el propio Emisor preparado para actuar de manera inmediata en la comunicación de hechos a la SMV a fin de cumplir con las normativas vigentes y mantener la integridad del mercado de valores.

II. ¿QUÉ INFORMACIÓN VINCULADA AL M&A DE UN EMISOR PUEDE SER DE PARTICULAR RELEVANCIA?

El reglamento de hechos de importancia e información financiera de la SMV aprobado mediante Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01 —en adelante, el "Reglamento"— establece la regulación aplicable a la divulgación de hechos que por su trascendencia deben ser comunicados a la SMV y al mercado en general, como "Hechos de Importancia". De acuerdo con el Reglamento, un Hecho de Importancia es⁴:

"cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:

- 3.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,*
- 3.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos".*

De la definición proporcionada, vemos que los Hechos de Importancia, como su nombre lo indica, son aquellos que tienen un impacto sustancial, por un lado, en las decisiones de los inversionistas y, por otro lado, en el propio valor. Para determinar la trascendencia de los actos, decisiones, acuerdos, hechos, negociaciones en curso o información, el Reglamento establece que se debe considerar el impacto de estos en la actividad del Emisor, su patrimonio, resul-

tados, situación financiera, posición empresarial o comercial, sus valores o la oferta, precio o negociación de estos.

El estándar de diligencia que utiliza el Reglamento, a diferencia de otros contextos del mercado de valores donde se habla de inversionistas sofisticados o institucionales, es del inversionista sensato. Es decir, el Reglamento hace referencia a una persona prudente, de buen juicio y razonable, mas no necesariamente alguien que se dedica a las inversiones.

En esta línea, la SMV ha señalado lo siguiente⁵:

"se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, dedicando un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general al manejo de sus inversiones".

Sumado a esto, el Reglamento incluye un anexo —en adelante, el "Anexo"— con una lista enunciativa de actos que califican como Hechos de Importancia. Los principales hechos incluidos en dicho Anexo para efectos de un M&A son los siguientes:

"6. Las transferencias de acciones representativas del capital social realizadas por personas que directa o indirectamente posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de aquellas que a causa de una adquisición o enajenación lleguen a tener o dejar de poseer dicho porcentaje.

7. Conocimiento de planes, que impliquen un cambio en la unidad de control o la adquisición o incremento.

4. Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 3.
 5. Resolución N° 116- 2003-EF/94.12 del 28 de octubre de 2003.

29. *Inicio de un proceso de due diligence o similar solicitado por un accionista o por terceros, o dispuesto por el propio emisor.*

Además, el Anexo incluye como Hechos de Importancia otros hechos que solemos ver como actos que ocurren al cierre o poscierre de un M&A, tales como el cambio de los miembros del directorio y del gerente general del Emisor.

No obstante, se debe tomar en cuenta que si un acto, decisión, acuerdo, hecho o negociación en curso no está incluido en el Anexo, pero sí tiene la capacidad de influir de manera significativa como se ha indicado anteriormente, este igual debe divulgarse como un Hecho de Importancia, destacando a su vez que, ante la duda, el Emisor debe optar por comunicar la información.

III. ¿CUÁNDO Y CÓMO DEBO INFORMAR?

Sobre la oportunidad para informar la ocurrencia de un Hecho de Importancia, el Reglamento establece que este debe ser informado tan pronto como ocurra el hecho o tan pronto como el Emisor tome conocimiento del mismo, y siempre en el mismo día en que dicho hecho haya ocurrido o se haya tomado conocimiento del mismo. En adición, el Reglamento añade que se debe informar a la SMV antes que a cualquier otra persona o medio de difusión.

Ante esta regulación, surge la duda sobre cuándo se debe entender que el Emisor ha tomado conocimiento del hecho en cuestión. Para ello, el Reglamento prevé dos potenciales escenarios: —i— cuando el hecho se genera en la propia organización del Emisor y —ii— cuando el hecho se genera en la entidad controladora del grupo económico del Emisor. En el primer escenario, el Reglamento establece la presunción de que el Emisor tiene conocimiento del hecho al momento en que este mismo ocurre. En el segundo escenario, en cambio, se considera que el Emisor tiene conocimiento “cuando existen indicios razonables de que sus principales funcio-

narios han tomado conocimiento del hecho o si razonablemente el Emisor pudo conocerlo⁶.”

Dado que en un proceso de M&A normalmente se requiere la participación, o al menos el conocimiento, de ciertos funcionarios principales del target, dependiendo del contexto específico, se podría potencialmente considerar que el Emisor conoce sobre el hecho. En ese sentido, existen ciertos Hechos de Importancia en los que la oportunidad de divulgación puede ser clara, así como hay otros en los que no. Por ejemplo, si hablamos del proceso del *due diligence* legal donde lo usual es que participen funcionarios del target, tales como la gerencia legal, será fácil determinar que se podría presumir, bajo ciertas circunstancias específicas que deben ser analizadas en el caso en concreto, que el Emisor tiene, en efecto, conocimiento del Hecho de Importancia. Sin embargo, cuando hablamos de negociaciones iniciales en curso, el Reglamento no establece directrices sobre cuándo dichas negociaciones deben considerarse para efectos de su divulgación como Hecho de Importancia.

Así, la doctrina autorizada considera lo siguiente:

“El hecho es que, en efecto, siendo tan diversos los procesos de negociación y las formas de negociar, resulta sumamente difícil identificar un acto o momento a partir del cual se establezca que el emisor se encuentra en curso ya en un proceso de negociación y, por ende, obligado a informar.

Precisamente, frente a esa situación, el Reglamento no precisa o determina un acto o momento a partir del cual un emisor se encuentra obligado a informar sobre la existencia de una negociación en curso, dejando en libertad a los emisores para que sean ellos los que determinen el momento en el que, en virtud de los avances, propuestas, compromisos, acuerdos verbales o escritos y la existencia de otras formalidades del proceso de negociación, puedan determinar de manera

6. Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 9.2.

razonable que se encuentran en el marco de una negociación que deben informar.⁷

Considerando lo anterior, vemos que la responsabilidad recae en los mismos Emisores, quienes deben evaluar y determinar de manera razonable el momento adecuado para informar el inicio de negociaciones. Esta flexibilidad permite a los Emisores adaptarse a las particularidades de cada negociación, pero también les exige un juicio prudente y una evaluación constante para cumplir con las obligaciones de transparencia y divulgación del mercado de valores.

Habiendo tomado conocimiento sobre la oportunidad para informar un Hecho de Importancia, es importante resaltar el estándar de diligencia que debe ser observado al momento de la divulgación. Tanto la Ley como el Reglamento coinciden en que toda la información que se comunique a la SMV debe ser veraz. Asimismo, el Reglamento añade que el contenido de un Hecho de Importancia debe ser (i) claro, (ii) suficiente, (iii) completo y (iv) neutral. En ese sentido, la información comunicada como un Hecho de Importancia debe ser información de la cual el Emisor tenga certeza, no siendo adecuado entonces difundir información obtenida a través de meros rumores. Además, la información debe ser presentada de manera comprensible, proporcionando todos los detalles necesarios para su adecuada interpretación, libre de omisiones relevantes y sin mostrar sesgos que puedan influir en las decisiones de los inversionistas de manera injusta o engañosa.

Cabe notar también que el medio para comunicarlo es a través de la ventanilla única electrónica del MVNet de la SMV, pues a través de esta ventanilla se difundirá en el Portal Web del Mercado de Valores de la SMV.

IV. ¿QUÉ PUEDO HACER SI REVELAR LA INFORMACIÓN PODRÍA CAUSAR UN PERJICIO?

Puede suceder que nos encontremos ante un escenario donde la revelación de información de manera anticipada sea potencialmente susceptible de causar un perjuicio al Emisor. Tratándose de dicho tipo de situaciones, el Reglamento permite que se revele la información con el carácter de “información reservada”, bajo la propia responsabilidad del mismo Emisor⁸. En simple, esto implica que el hecho en cuestión será comunicado a la SMV, mas no al mercado en general para evitar causar el perjuicio alegado.

En el caso de una operación de M&A, podría, por ejemplo, ser adecuado solicitar que se califique como información reservada a las negociaciones iniciales en curso de un proceso de venta de un paquete importante de acciones de un Emisor. Esto es porque la divulgación prematura de dicha información podría, dependiendo del contexto específico, generar altas expectativas a pesar de estar en una etapa preliminar de un proceso donde no hay certeza sobre la viabilidad ni la materialización del M&A, generando así un potencial perjuicio tanto para el Emisor, como para los accionistas y el mercado en general.

De acuerdo con el Reglamento, la solicitud de categorización de una situación como información reservada no puede ser efectuada libremente por cualquier ejecutivo o funcionario del Emisor, sino que debe ser aprobada por al menos 3/4 de los miembros del directorio del mismo. En esta línea, el representante bursátil del Emisor debe remitir a la SMV una comunicación, dentro del día hábil siguiente a la adopción del acuerdo del directorio mencionado anteriormente. Esta comunicación debe contener, entre otros, (i) una explicación detallada sobre el hecho que se solicita sea mantenido como información reservada y su estatus actual, (ii) una fundamentación que sustente por qué la divulgación prematura del hecho puede generar un perjuicio, (iii) el plazo determinado por el cual se solicita que se mantenga como hecho

7. Lilian Rocca Carbajal, “El nuevo Reglamento de Hechos de Importancia en el Perú”, *Ius et Praxis* 46 (2015): 106.
 8. Resolución SMV No. 005-2014-SMV-01, Reglamento de Hechos de Importancia, Artículo 13.

reservado, y (iv) la lista completa de las personas que conocen la información materia de la reserva.

Una vez recibida la comunicación, la SMV tiene la prerrogativa de aceptar o denegar la calificación de hecho reservado efectuada por el Emisor. Si el hecho materia de la solicitud de reserva no cumple con los requisitos legales para ser protegido bajo el estándar de confidencialidad de información reservada, la SMV podrá disponer que el Emisor difunda al mercado la información de manera inmediata como Hecho de Importancia.

Siendo el presente caso una excepción al deber de informar al mercado, el Emisor es responsable de asegurar y garantizar la confidencialidad de la información materia del hecho reservado, así como de comunicar permanentemente a la SMV cualquier acto significativo relacionado con dicho hecho, incluyendo las nuevas personas que hayan tomado conocimiento de la información reservada.

Adicionalmente a lo anterior, la calificación de información reservada no es permanente y cesa cuando (i) desaparecen las razones que sustentan la reserva, (ii) vence el plazo determinado, o (iii) el Emisor mismo decide hacer pública la información. Una vez que la información deja de ser reservada, esta debe ser informada al mercado como un Hecho de Importancia. Es importante notar que, si estuviéramos en el caso del ejemplo mencionado en párrafos anteriores, donde el hecho materia de reserva fueron las negociaciones iniciales de un M&A y estas dejaron de existir sin concretarse en acuerdo alguno, no existiría requisito legal de comunicarlas al mercado.

V. ¿QUÉ PASA SI NO INFORMO?

El no cumplir con las disposiciones aplicables a los Hechos de Importancia constituye una infracción sancionable, cuya gravedad y mon-

to de sanción se determina de acuerdo con el reglamento de sanciones de la SMV aprobado mediante Resolución SMV N.º 035-2018 —el “Reglamento de Sanciones”—.

De acuerdo con el Reglamento de Sanciones, la mayoría de las infracciones vinculadas con la presentación de Hechos de Importancia califican como infracciones graves. Dentro de estas infracciones, se ha incluido en el Anexo I del Reglamento de Sanciones el no comunicar un Hecho de Importancia, divulgar información que constituya un Hecho de Importancia sin que previamente dicha información haya sido comunicada a la SMV, no aclarar o desmentir, después de haber tomado conocimiento, la información que ha sido comunicada como Hecho de Importancia y no comunicar como Hecho de Importancia dentro del plazo establecido la información cuyo carácter de reserva ha cesado.

Al ser infracciones graves, estas pueden acarrear cualquiera de las siguientes sanciones⁹:

- (a) Multa de entre veinticinco (25) UIT y hasta cincuenta (50) UIT;
- (b) Suspensión de la negociación de valores hasta por un (1) año o de la colocación de la oferta pública;
- (c) Suspensión de la autorización de funcionamiento o de los representantes de las sociedades agentes, hasta por veinte (20) días; y,
- (d) Suspensión de los miembros del Comité de Inversiones, Comité de Vigilancia, Comité de Clasificación, y de los directores, gerentes, representantes y auditores, hasta por treinta (30) días.

Del mismo modo, el Anexo I del Reglamento de Sanciones establece como infracción muy grave el presentar información inexacta o fal-

9. Resolución SMV No. 035-2018, Reglamento de Sanciones, Artículo 34.

sa a la SMV, lo cual incluye la presentación de información inexacta o falsa como Hecho de Importancia. Al ser una infracción muy grave, esta puede acarrear una de las siguientes sanciones¹⁰:

- (a) Multa no menor de cincuenta (50) UIT y hasta setecientas (700) UIT;
- (b) Suspensión de la autorización de funcionamiento por un plazo no menor de diez (10) días y hasta cuarenta y cinco (45) días;
- (c) Exclusión de un valor del Registro Público del Mercado de Valores;
- (d) Cancelación de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores;
- (e) Revocación de la autorización de funcionamiento;
- (f) Destitución; e,
- (g) Inhabilitación.

Las sanciones antes descritas e incluso el inicio de un procedimiento sancionador por incumplir las disposiciones de divulgación de Hechos de Importancia, dependiendo de su materialidad en el contexto de una operación de M&A, podrían representar contingencias significativas dentro de la propia operación. Estas contingencias podrían llevar a una disminución del precio preliminarmente acordado para la transacción, la inclusión de *specific indemnities* en el contrato de compraventa de acciones o incluso crear obstáculos importantes para perfeccionar la operación. Por otra parte, el incumplimiento de las obligaciones de divulgación puede afectar la reputación del Emisor, dificultando futuras transacciones de M&A.

VI. CONCLUSIÓN

Como conclusión, vale recalcar que los Emisores deben estar especialmente vigilantes y actuar con diligencia en la comunicación de eventos relevantes a la SMV dentro de un proceso de M&A, asegurando que toda información proporcionada sea veraz, suficiente y oportuna. A diferencia de las operaciones de M&A que involucran únicamente *targets* que son empresas privadas, donde la divulgación al mercado tiende a ser limitada y estar sujeta a acuerdos de confidencialidad entre las partes, los Emisores están sujetos a un marco regulatorio riguroso.

En dicha línea, los Emisores deben observar no solo los documentos y procesos de la transacción, sino también cumplir con la normativa aplicable del mercado de valores. Esto incluye la evaluación continua del momento adecuado para divulgar información que califica como un Hecho de Importancia basándose en los avances, propuestas, compromisos y formalidades del proceso de M&A. Igualmente, deben asegurarse de que cualquier información relevante que pueda influir en las decisiones de los inversionistas sea comunicada de manera oportuna y precisa.

Esta obligación de divulgación es crucial para proteger a los inversionistas y mantener la integridad del mercado de valores, garantizando que todos los participantes tengan acceso a información equitativa y evitando la asimetría informativa. La transparencia en la comunicación fortalece la confianza en el mercado y promueve un entorno de inversión más seguro para todos los involucrados. En resumen, el cumplimiento diligente de estas obligaciones no solo es un imperativo legal, sino también un componente esencial para el buen funcionamiento y la transparencia del mercado de valores.

10. Resolución SMV No. 035-2018, Reglamento de Sanciones, Artículo 33.