

# ¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano?

## A propósito del nuevo reglamento de OPA en el Perú

Diego Carrión Álvarez Calderón<sup>(\*)</sup>  
Mirella Miranda Ñique<sup>(\*\*)</sup>

### 1. Introducción

En medio de la compleja normativa del mercado de capitales peruano, aquella aplicable a las ofertas públicas de adquisición se ha caracterizado por ser una regulación bastante limitativa, costosa y generadora de trabas para aquellos que buscan adquirir el control de una empresa. En la práctica, quienes querían adquirir el control de una sociedad, acordaban de manera privada dicha adquisición y, con el fin de formalizarla, efectuaban una OPA.

La Resolución CONASEV 630-1997-EF/94.10, modificada por Resolución CONASEV 088-2000-EF/94.10, que aprobó el “Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores” (Antiguo Reglamento) ha sido severamente criticada por quienes en la práctica han sido víctimas (o abogados de las víctimas) de su aplicación. Así, el Antiguo Reglamento ha sido considerado por muchos como una norma que contrariamente a su propósito de proteger al accionista minoritario, terminaba reduciendo la generación de cambios de control en el mercado de capitales y, por esta vía, desprotegiendo al accionista minoritario.

En un intento por enmendar errores, CONASEV ha emitido la Resolución CONASEV 9-2006-EF/94.10, modificada por la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10 (Nuevo Reglamento), que aprueba el “Reglamento de Oferta Pública de

Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión” y, por esta vía, ha derogado el Antiguo Reglamento.

El objetivo del presente artículo es analizar los principales cambios efectuados por el Nuevo Reglamento y determinar si CONASEV ha logrado su propósito de callar toda crítica a la regulación antigua de OPA. En las próximas líneas, intentaremos demostrar los principales aciertos y desaciertos de esta nueva regulación y sus implicancias en el mercado de capitales peruano.

### 2. Modelos regulatorios de la OPA

Si bien el objetivo del presente trabajo no es formular una crítica al modelo general de Oferta Pública de Adquisición (OPA) adoptado en la legislación peruana, para lograr el objetivo del mismo -analizar el Nuevo Reglamento, compararlo con el Antiguo Reglamento y efectuar las críticas respectivas de la nueva regulación-, resulta necesario previamente recordar y analizar brevemente los sistemas de OPA existentes. Veamos entonces a continuación estos modelos y sus respectivas ventajas y desventajas.

#### 2.1. Modelo de la OPA obligatoria *versus* OPA voluntaria

Por un lado tenemos el modelo de la OPA voluntaria, según el cual, en principio, para adquirir

(\*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú - PUCP. Profesora del curso de Derecho Mercantil 1 en la PUCP y del curso Empresa, instituciones y desarrollo en la Universidad Peruana de Ciencia Aplicadas - UPC.

(\*\*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú - PUCP. Adjunto de docencia del curso de Derecho Mercantil 1 en la PUCP.

un paquete accionario que otorgue control en la sociedad objetivo, el oferente no necesitará lanzar una OPA a todos los accionistas sino que, en caso tenga identificado a uno o más accionistas que posean el paquete buscado, podrá adquirir dicho paquete directamente y de forma privada. Únicamente en el caso que el inversionista no pueda identificar uno o más accionistas de la sociedad objetivo que posean el paquete accionario buscado, por razones comerciales -mas no por una imposición legal- deberá recurrir al lanzamiento de una OPA, de tal manera que los accionistas que forman parte de este accionariado difundido que deseen vender sus acciones puedan hacerlo mediante este mecanismo. Es decir, según este modelo, en los casos que resulte más oneroso al inversionista buscar individualmente accionistas que deseen vender un número de acciones que sumados satisfagan sus necesidades, este podrá recurrir a la OPA, de tal manera que por medio de ella todos los accionistas de la sociedad objetivo se informen sobre la necesidad de compra de acciones de este inversionista.

Por otro lado, según el sistema del modelo de OPA obligatoria, la OPA debe ser siempre regulada y supervisada por el organismo regulador<sup>(1)</sup> (en nuestro caso la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores -CONASEV-). En efecto, cada vez que un inversionista desee adquirir un porcentaje de acciones que le otorgue control en una sociedad objetivo, no podrá dirigirse directamente donde uno o más accionistas ya identificados por este que solos posean ese paquete accionario, sino que deberá previamente efectuar una OPA.

Al respecto, cabe señalar que son varios los autores que han abogado tanto por la regulación (OPA obligatoria) como por la no regulación (OPA voluntaria) de la OPA. Para efectuar una comparación de los argumentos a favor y en contra de uno u otro sistema, a continuación procedemos a detallar los principales argumentos sostenidos por aquellos que se encuentran a favor de la OPA obligatoria y los argumentos de aquellos que promueven la OPA voluntaria y se encuentran en contra de la primera.

Así, por un lado, los que defienden el modelo de la OPA obligatoria esgrimen los siguientes argumentos:

a) Protección del accionista minoritario

Según este argumento, la prima que paga el nuevo accionista por el control de la sociedad pertenece a la sociedad y no a los accionistas controladores, por lo que todos los accionistas deben tener la oportunidad de ofrecer sus acciones al oferente. Esto se basa en la premisa que la oportunidad de compra de un paquete accionario es generada por la sociedad, por lo que todos deben tener la posibilidad de beneficiarse de ella.

Como señala Salinas, "la prima generalmente pagada en adquisiciones de control societario es una oportunidad generada por la propia sociedad para beneficio de todos los accionistas, y no solo de los que detentan el control; por tanto, dicha prima corresponde a todos los accionistas a prorrata de su participación accionaria"<sup>(2)</sup>.

Subyace al argumento de protección del accionista minoritario la idea del respeto al principio de igualdad. Según esta, al ser la OPA un mecanismo de toma de control que afecta a todos los accionistas de la sociedad objetivo, a través del sistema de OPA obligatoria se garantiza en todas estas transacciones un trato igualitario a todos los accionistas de la sociedad.

b) Transparencia e integridad del mercado de valores

Se sostiene que a través de la regulación de la OPA obligatoria, se imponen al oferente obligaciones de divulgación de información al mercado, de tal manera que se respeta el principio de transparencia previsto en la regulación del mercado de valores. Con esto, señalan los autores, se reducen los costos de obtención de información a los accionistas minoritarios, y consecuentemente se promueve la eficiencia en el mercado.

En el lado opuesto, los que defienden un sistema de OPA no obligatorio (es decir, los que propugnan el sistema de OPA voluntario), señalan, entre otras, las siguientes desventajas e imprecisiones del sistema de OPA obligatorio:

c) La prima de control pertenece al accionista que posee el control

(1) Según veremos en este artículo, la obligación de lanzar una OPA en el Perú está contemplada en el artículo 4 del Nuevo Reglamento, concordado siempre con el numeral 16 del artículo 1 del mismo.

(2) SALINAS, Sergio. *La regulación del mercado público de adquisiciones de control societario: el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú*. En: *Themis*. Número 40. p. 88.

Contrariamente a lo señalado por los que propugnan un sistema de OPA obligatorio, este grupo de autores sostiene que la prima de control no pertenece a la sociedad y, por ende, a todos los accionistas, sino únicamente al accionista que posee el control. En efecto, en algún momento el accionista controlador debió: (i) aportar más que los demás accionistas fundadores; o, (ii) pagar una prima al grupo que ostentaba el control de la sociedad en el momento de adquirir su paquete accionario. En base a ello, ¿por qué se debe obligar a quien pagó una prima de control compartirla con aquellos que jamás pagaron por ella?

Según los detractores de la OPA obligatoria, este sistema genera incentivos incorrectos, dado que desincentiva el número de transacciones para la asignación de recursos a los usos más eficientes. Por ejemplo, en el caso de un accionista mayoritario (controlador) que ya no desea continuar en la sociedad, pero a cambio de ello quiere recuperar monetariamente lo que invirtió para obtener el control, si no tuviese que compartir la prima con lo demás accionistas de la sociedad objetivo, buscaría a un inversionista que desea pagar ella, vendería su paquete accionario y lograría una transacción eficiente (quien adquiere las acciones las valora más que quien las vende). Como efecto de esto, tenemos que el nuevo accionista controlador, decidido a recuperar su inversión, invertiría de manera más eficiente que el antiguo accionista, con lo que lograría un mayor valor para la compañía e, indirectamente, para todos los accionistas. Al final, todos los accionistas se ven beneficiados.

#### d) Aumento en los costos de transacción

Según este argumento, el obligar a un potencial adquirente a lanzar una OPA cuando previamente este ya tiene identificado al accionista que posee el paquete accionario buscado incrementa los costos de transacción de manera innecesaria. A pesar que en una transacción privada relativamente sencilla y cèlere el oferente podría adquirir del accionista controlador identificado el paquete accionario deseado, la norma obliga innecesariamente y de manera costosa a: (i) divulgar información en el mercado; (ii) preparar los documentos para ello (prospectos

informativos); (iii) gastar en abogados, bancos de inversión, auditores, entre otros; (iv) invertir más tiempo del necesario (costo de oportunidad); y, (v) asumir costos administrativos del regulador, entre otros costos adicionales.

Al final, esto termina obstaculizando el flujo eficiente de recursos, generándose con ello pérdidas en el bienestar social: no se realiza la transacción y tanto los accionistas -mayoritarios y minoritarios-, como el inversionista, pierden.

#### e) Perjuicios al accionista minoritario

Como correlato de lo señalado en el literal b anterior, el accionista minoritario -a quien el sistema de OPA obligatoria busca proteger- se vería finalmente perjudicado, dado que no se efectuarán en el mercado el número óptimo de transacciones.

En el mismo sentido, la OPA no cumplirá una de sus principales funciones, la de servir como un control externo sobre la gestión de la administración. Y, dado que sin este cambio de control el valor de la acción de la sociedad no subirá sino que se mantendrá igual -o peor aún, descenderá-, el accionista minoritario se verá perjudicado.

Como sostiene Postigo, "La regulación de las OPA perjudica al accionista minoritario, en la medida que el costo de adquisición desincentiva el número de transacciones de control. No se generará el impacto disuasivo de los directivos en relación con la administración de la sociedad"<sup>(3)</sup>.

#### f) Problemas de acción colectiva: aplicación del "dilema del prisionero"

De manera adicional a los argumentos señalados hasta el momento, pueden existir casos donde la existencia de un sistema de OPA obligatoria termine aumentando los casos ineficientes del "dilema del prisionero". Según esta teoría, aplicada al mercado de valores, en la OPA los accionistas (en un supuesto de una sociedad accionariado difundido) no podrán ponerse de acuerdo sobre la venta de sus acciones, por lo que cada uno, de manera individual, querrá maximizar su beneficio y evitar el perjuicio. Así, en caso un oferente lance una OPA, y el accionista X no tenga acceso a la conducta del accionista Y ni del accionista Z, frente a una posible venta por parte de aquellos que termine disminuyendo en el futuro el valor de sus acciones (terminar licuado),

(3) POSTIGO, Ricardo. *Mejorando el Gobierno Corporativo: OPA's, mercado de control y mercado de valores en el Perú*. En: **ius et veritas**. Número 24. p. 155.

decide vender, a pesar que ese no era su real deseo. De este modo, los accionistas minoritarios, frente a la falta de acceso a información sobre las conductas de los demás accionistas, antes de arriesgar la liquidez de su inversión, preferirán vender sus acciones y maximizar su beneficio individual, aunque el resultado eficiente habría podido ser otro (ponerse de acuerdo y no vender).

## 2.2. Modelo eficiente

Luego de exponer las ventajas y desventajas del sistema de OPA obligatorio, somos de la opinión que el modelo de OPA voluntaria es más eficiente. En efecto, por un lado, somos de la opinión que la prima de control pertenece al accionista que en algún momento pagó por ella y no a todos los accionistas de la sociedad, por lo que debe ser él quien se deba ver beneficiado de la misma.

En segundo lugar, creemos que imponer esta carga al inversionista puede finalmente desincentivar muchas operaciones eficientes, con lo cual se termina generando una mala asignación de los recursos. En efecto, si un inversionista ya tiene previamente identificado a un accionista controlador de la sociedad, debiera poder acudir directamente y de manera privada donde este y ofrecer la compra de sus acciones, sin tener que incurrir en el costoso trámite de formular una OPA. Como señalan algunos autores, la OPA tiene sentido en transacciones donde el inversionista no tiene identificado de manera clara un accionista que posea el paquete accionario buscado o en empresas donde el accionariado es tan difundido que para alcanzar el porcentaje deseado resulta comercialmente necesario lanzar una OPA a todos los accionistas de la sociedad.

Finalmente, en un mercado como el peruano, donde la mayoría de empresas presentan un accionariado concentrado, no resulta necesario obligar a un inversionista a lanzar una OPA por un paquete accionario que un solo accionista de la sociedad objetivo podría venderle privadamente. Distinto es el caso de mercados de capitales con compañías de accionariado difundido como los casos del Reino Unido y los Estados Unidos de América, donde sí resulta comercialmente

necesario lanzar una OPA para adquirir el control de una sociedad<sup>(4)</sup>.

## 3. La regulación de OPA en el mercado peruano: aciertos y desaciertos de la nueva regulación

### 3.1. Sistema regulatorio de la OPA en el Perú

Dentro de los términos comentados sobre los dos modelos regulatorios de la OPA, desde la primera norma referida a esta figura<sup>(5)</sup>, el legislador peruano ha decidido optar por una regulación de OPA obligatoria.

Tal como lo mencionamos líneas arriba, consideramos que este modelo regulatorio es el menos eficiente, sobretodo para un mercado como el peruano, en el que el grupo de control de las sociedades es, generalmente, claramente identificable.

A la fecha, la regulación de la OPA en el Perú se limita a las normas previstas en la Ley de Mercado de Valores<sup>(6)</sup> y el Nuevo Reglamento.

Recogiendo el modelo de OPA obligatoria, la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 68, señala lo siguiente:

“Artículo 68. Oferta pública de adquisición y de compra.

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”.

Según esta norma, queda claro que cualquier persona que pretenda adquirir o incrementar participación significativa en una sociedad con al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe, obligatoriamente, efectuar una OPA.

Es claro que CONASEV no podía, a través del Nuevo Reglamento, modificar el modelo regulatorio para OPA que recoge nuestra legislación, debido a que este modelo regulatorio es adoptado a nivel legal y recogido en la Ley de

(4) Tener en cuenta, sin embargo, que mientras que en Estados Unidos el sistema de OPA es voluntaria, en el Reino Unido se ha regulado un sistema de OPA obligatoria.

(5) La primera norma que regula la OPA en el Perú fue el Decreto Legislativo 861, en 1996.

(6) Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 93-2002.

---

(...) creemos que si bien la norma ha pensado en otorgarle mayor protagonismo a los destinatarios de la oferta, (...), existe el riesgo que ante la gama de ofertas competidoras paralelas, la elección de todas ellas genere que ninguna alcance o incremente siquiera participación significativa.

---

Mercado de Valores. En ese sentido, a menos que el Nuevo Reglamento fuese promulgado en el contexto de una modificación de la Ley de Mercado de Valores -aprobada por el Congreso de la República- el Nuevo Reglamento debía mantenerse acorde con el modelo regulatorio de OPA obligatoria.

Sin embargo, aun en el marco de una regulación de OPA obligatoria, creemos que el legislador tiene cierto margen de actuación para, a menos que esté totalmente convencido de que su modelo regulatorio es el más conveniente, flexibilizar ciertas normas que faciliten la realización de una OPA.

En las próximas líneas, veremos si a través del Nuevo Reglamento, el legislador ha decidido flexibilizar estas normas o si, por el contrario, las ha vuelto más limitativas.

### **3.2. Regulación a partir del nuevo reglamento**

El Nuevo Reglamento, emitido en el marco de un modelo regulatorio de OPA obligatoria, ha traído consigo varias modificaciones al Antigo Reglamento y en esa medida, también, algunos conceptos nuevos a nuestra regulación.

A continuación, procederemos a explicar las principales modificaciones a la regulación de la OPA en el Perú que trae consigo el Nuevo Reglamento.

#### **3.2.1. ¿Cuándo surge la obligación de efectuar una OPA?**

En el marco de lo previsto por el artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores, comentado en el numeral 3.1., está obligada a efectuar una OPA, toda aquella persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar su participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones inscrita en rueda de bolsa.

Asimismo, el numeral 1 del artículo 1 del Nuevo Reglamento especifica que el adquirente puede ser tanto una persona (debe entenderse que natural o jurídica) como un grupo de personas, en cuyo caso, la obligación de realizar una OPA es solidaria entre todos aquellos que conforman el grupo.

El problema surge de plano cuando el Nuevo Reglamento no especifica a qué se refiere con "grupo de personas". ¿Debe entenderse que estamos hablando únicamente de casos en los que las personas pertenecen a un mismo grupo económico? Al parecer, CONASEV habría intencionalmente dejado una ventana abierta para cualquier otro supuesto de grupo de personas, distintas de aquellas pertenecientes a un mismo grupo económico, toda vez que aprovechando la promulgación de la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10, en donde se modifican algunos artículos del Nuevo Reglamento, emitió también una exposición de motivos para esta Resolución y para el Nuevo Reglamento en la que señala expresamente lo siguiente: "Cabe destacar que la obligación de hacer OPA se genera en los casos enunciados se trate de una persona o de un grupo de personas que actúe concertadamente". Por lo tanto, parece ser intención de CONASEV dejar abierta la obligación de efectuar una OPA para cualquier supuesto de concertación entre dos o más personas para adquirir participación significativa.

Otro concepto que merece especial atención, pues es fundamental al momento de definir cuándo existe o no obligación de efectuar una OPA, es el concepto de "participación significativa".

Al respecto, el numeral 16 del artículo 1 del Nuevo Reglamento señala expresamente que se considera participación significativa "toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25% 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". Hasta ahí, la definición no establece ninguna novedad frente al Antigo Reglamento. Sin embargo, a continuación, el Nuevo Reglamento señala que también se considera participación significativa a la facultad que posee una persona o un 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 25% 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; o, (ii) modificar los estatutos de la sociedad.

Por lo tanto, el numeral 16 del artículo 1 del Nuevo Reglamento regula tres nuevos supuestos de adquisición de participación significativa. Estos tres nuevos supuestos serían los siguientes:

a) Posibilidad de, sin tener propiedad (directa o indirecta) de 25% o más de acciones con derecho a voto de una sociedad, tener el derecho de voto correspondiente a dicho porcentaje o a un porcentaje mayor de acciones.

b) Tener acciones en un número tal que permita al accionista remover o designar a la mayoría de directores de la sociedad o modificar los estatutos de la sociedad.

c) Posibilidad de, sin tener propiedad (directa o indirecta) del 25% o más de las acciones con derecho a voto de una sociedad, tener los derechos políticos o el derecho a voto necesario para, en dicha sociedad, poder remover o designar a la mayoría de directores de la sociedad o modificar los estatutos de la sociedad.

Por esta vía, CONASEV estaría pretendiendo regular supuestos en los que una persona (o un grupo de personas actuando concertadamente) pueda tomar decisiones importantes en una sociedad y, por esta vía, adquirir el control de la misma sin convertirse en accionista. Por ejemplo, dentro de este concepto se encontrarían aquellos supuestos en los que un tercero adquiere, vía cesión de derechos, el derecho a voto necesario para nombrar directores al interior de una sociedad (en casos para los que los umbrales de adquisición de participación significativa: 25%, 50% o 60% no sean necesarios para nombrar directores).

Hasta ahí, creemos que la norma es clara y que dentro del marco de una regulación obligatoria pretende regular supuestos de adquisición de "control" de una sociedad, sin la necesaria adquisición de porcentajes específicos de participación accionaria o incluso sin la necesaria adquisición de participación accionaria.

Sin embargo, el tema se complica cuando revisamos el artículo 4 del Nuevo Reglamento. Bajo el título "obligación de efectuar una OPA" este artículo establece algunos requisitos adicionales a la adquisición de participación significativa para que sea necesario realizar una OPA. En ese sentido, el artículo 4 del Nuevo Reglamento señala lo siguiente:

"Artículo 4. Obligación de efectuar OPA.

La adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

Se trate de una transferencia a título oneroso;

a) La sociedad objetivo obtenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;

b) 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 posibilidad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita: (i) remover o designar a la mayoría de los directores, o (ii) modificar los estatutos de la sociedad y,

c) No se encuentre incluida en ninguno de los supuestos de excepción del artículo 10"

Como puede apreciarse, el artículo 4 del Nuevo Reglamento establece cuatro requisitos que deben coexistir para que se genere la obligación de efectuar una OPA. En primer lugar, exige que la transferencia (de acciones o de derechos políticos que genere la adquisición de participación significativa -según la definición de "participación significativa" dada por el Nuevo Reglamento) sea a título oneroso. Por lo tanto, si la adquisición de participación significativa se hace a título gratuito, no existe la obligación de que quien adquiere esta participación, efectúe una OPA. ¿Por qué? Porque en el supuesto de una adquisición de participación significativa a título gratuito no existe prima de control de la cual puedan o "deban" participar parte los accionistas. Esta norma, por lo tanto, es acorde con la finalidad de la OPA, según los términos del artículo 2 del Nuevo Reglamento<sup>(7)</sup>.

Por otro lado, el artículo 4 del Nuevo Reglamento prevé como requisito para generar la

(7) El artículo 2 del Nuevo Reglamento establece de forma más clara que el Antiguo Reglamento, cuál es la finalidad o propósito de la OPA.

obligación de efectuar una OPA, el que 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 Público del Mercado de Valores. Creemos que este sí es un desacierto de la norma, pues tal como prevé la Ley del Mercado de Valores, el requisito debiera ser que la sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto inscritas en la Bolsa. Creemos que es así como debería entenderse la norma, so riesgo de considerar este requisito ilegal, toda vez que estaría estableciendo un requisito distinto (o adicional) del previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Un requisito adicional para que se genere la obligación de efectuar una OPA es que la adquisición de participación significativa:

a) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo;

b) Acaree que el adquirente adquiera una cantidad de acciones que le permita remover o designar a la mayoría de los directores de la sociedad o modificar los estatutos de la sociedad;

c) Acaree que el adquirente tenga la posibilidad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que le permita remover o designar a la mayoría de los directores o modificar los estatutos de la sociedad.

Si tomamos especial atención a la redacción del artículo 4 del Nuevo Reglamento, nos daremos cuenta que este omitió especificar uno de los supuestos de adquisición de participación significativa previsto en el numeral 16 del Nuevo Reglamento, a saber, el supuesto en el que sin tener propiedad (directa o indirecta) de 25% o más de acciones con derecho a voto de una sociedad, una persona (o grupo de personas actuando concertadamente) tenga el derecho de voto correspondiente a dicho porcentaje o a un porcentaje mayor de acciones.

Creemos que esta omisión podría arreglarse si entendemos que cuando el artículo 4 se refiere al requisito de que la adquisición de participación significativa debe acarrear que “el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo” se refiere también al supuesto de adquisición de esta participación por la vía de adquisición de derechos políticos y no solo de adquisición de acciones. En todo caso, la norma no es clara y ello puede generar que en el futuro haya quienes argumenten que en los supuestos de adquisición de derechos políticos que permitan tener derecho a voto por 25%, 50% o 60%, si bien existe participación significativa, no existe la obligación de efectuar una OPA.

Finalmente, el artículo 4 del Nuevo Reglamento prevé un último requisito para que se genere la obligación de efectuar una OPA y este es que la adquisición de participación significativa no se encuentre expresamente prevista como uno de los supuestos de excepción a la OPA regulados en el artículo 10 del Reglamento.

Al respecto, y sin perjuicio del comentario que haremos más adelante, cabe mencionar que el Nuevo Reglamento, a diferencia del Antiguo Reglamento, da un tratamiento unificado de los supuestos de excepción a la obligación de formulación de una OPA e incluso ha incorporado un nuevo supuesto de excepción<sup>(8)</sup>, cuando la adquisición o incremento de participación significativa se produce como consecuencia de un contrato de prenda en el que se ceda el ejercicio del derecho de voto por un porcentaje igual o superior a los umbrales previstos en el inciso c del artículo 4 del Nuevo Reglamento, siempre que el acreedor prendario sea una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría en la circular respectiva que sea emitida por el Banco Central de Reserva, en adelante BCR. En el literal b del punto 3.2.5. explicamos este supuesto con mayor detalle.

<sup>(8)</sup> Artículo 2. Propósito de la OPA.

La OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer”.

(8) Cabe mencionar que el texto original del artículo 10 del Nuevo Reglamento contemplaba en su literal m otro supuesto nuevo de excepción de la obligación de efectuar una OPA referido a la adquisición o incremento de participación significativa producto de una celebración de una transacción internacional que involucre la adquisición o el incremento de participación de manera indirecta en la sociedad objetivo a través de la reorganización de sociedades o de la adquisición de acciones emitidas por la sociedad, estableciendo, para ello, algunos requisitos específicos. Sin embargo, la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10, a través de su artículo 4, derogó el inciso m del artículo 10 del Nuevo Reglamento. Por lo tanto, este supuesto de excepción tan útil ha sido eliminado.

### 3.2.2. Definición de capital social

Otra novedad del Nuevo Reglamento es el concepto de capital social sobre el cual debe calcularse la participación o el incremento de la participación significativa.

La novedad del Nuevo Reglamento viene dada por su numeral 4 del artículo 1, el mismo que señala que a la cifra capital debe deducirse las acciones que tienen derecho a voto suspendido.

Por lo tanto, a partir de la entrada en vigencia del Nuevo Reglamento, el capital social de la sociedad objetivo lo constituye la suma de:

a) El capital suscrito y pagado representado por acciones con derecho a voto inscrito o en trámite de inscripción en los Registros Públicos al día anterior a la OPA;

b) Las acciones con derecho a voto susceptibles de ser emitidas como consecuencia de certificados de suscripción preferente emitidos;

c) Las acciones con derecho a voto susceptibles de ser emitidas o adquiridas dentro de los 18 meses siguientes al día anterior a la OPA, como consecuencia de la conversión de obligaciones o del ejercicio de cualquier otro derecho otorgado por el emisor a sus accionistas o terceros.

Una vez calculada esta suma, deberá deducirse las acciones que tienen derecho a voto suspendido. Producidas estas operaciones, tendremos el monto de capital social a tener en cuenta para efectos del cálculo de la participación significativa o del incremento de la participación significativa (cuando esta se refiere a los porcentajes específicos de 25%, 50% o 60%).

Al respecto, debemos mencionar que el Antiguo Reglamento no establecía con claridad si las acciones con derecho a voto suspendido debían o no ser tomadas en cuenta dentro del capital social de la sociedad objetivo, para efectos de calcular la participación o el incremento de participación significativa. Hoy, a través del Nuevo Reglamento, CONASEV pretende solucionar el problema, sin darse cuenta que a través de su supuesta solución, genera un gran problema al mercado. La solución de CONASEV ha sido dejar expresamente previsto que las acciones con derecho a voto suspendido no pueden formar parte del capital social a ser tomado en cuenta para el cálculo de la participación significativa o del incremento de esta.

Como fundamento de esta posición, CONASEV señala, en su exposición de motivos, que “teniendo en consideración que la regulación

de la OPA tiene una finalidad distributiva a favor de los accionistas carentes de control, buscando que la prima de control -que reciben los accionistas que ejercen control sobre la sociedad- sea compartida con los accionistas que no ostentan el control, es fundamental para lograr el objetivo de la regulación determinar qué acciones no me permitirán obtener el control de la sociedad por tener el voto suspendido a fin de excluirlas del cómputo a realizar para no distorsionar el resultado por el cual se lanzará la OPA”. Asimismo, y como si no le importará percatarse del problema que genera, señala que esta opción “supone en los hechos que el adquirente deba efectuar indagaciones en la sociedad a efectos de cerciorarse cuáles de las acciones se encuentran con voto suspendido, lo cual sin duda supone una carga administrativa para el adquirente pero que se considera justificada por las razones expuestas”.

Creemos que las indagaciones que el adquirente debe hacer en la sociedad objetivo generan costos de transacción demasiado altos que no se ven justificados por la razón presentada por CONASEV. Y es que CONASEV parece no haberse percatado de que una acción con derecho a voto suspendido: (i) no es una acción sin derecho a voto; (ii) en cualquier momento puede levantarse su suspensión; (iii) la suspensión de estos derechos puede deberse a un supuesto de suspensión aplicable a una única sesión de junta general de accionistas, e incluso al interior de esta, para un acuerdo específico (como es el caso de intereses en conflicto con los de la sociedad); (iv) la suspensión de estos derechos no es de conocimiento público; y, (v) al poder presentarse en cualquier momento, podría darse el caso que el adquirente haga todas las averiguaciones del caso y determine que no está adquiriendo participación significativa. Sin embargo, mientras formaliza su adquisición, se suspende el derecho de voto de un grupo de acciones con derecho a voto. En este caso, el adquirente que de buena fe y habiendo incurrido en todos los costos necesarios para adquirir esta información, podría estar adquiriendo participación significativa sin saberlo y por lo tanto, incumpliendo la normativa de OPA, con las consecuencias que ello genera.

Creemos que este es uno de los más grandes desaciertos del Nuevo Reglamento y que traerá al mercado grandes problemas de

inseguridad jurídica y total incertidumbre al momento de determinar si alguien podría estar o no adquiriendo participación significativa o incrementándola.

### 3.2.3. OPA previa versus OPA posterior

Una de las novedades más comentadas del Nuevo Reglamento es la creación de la denominada "OPA posterior" como una forma válida de adquirir la participación significativa o incrementar esta en una sociedad objetivo. Esta posibilidad que para el Antiguo Reglamento no era válida, hoy se presenta como una alternativa para quienes pueden identificar claramente a quien ostenta el control de una sociedad y desean asegurar la adquisición de dicho control a través de una transacción privada.

En ese sentido, el literal a del artículo 6 del Nuevo Reglamento referido a la oportunidad de la OPA, contempla la posibilidad de formular una OPA en forma posterior a la adquisición o al incremento de participación significativa cuando:

- a) Se haya realizado de manera indirecta;
- b) Como consecuencia de una oferta pública de venta;
- c) A través del procedimiento señalado en el artículo 8 del Nuevo Reglamento, referido a los siguientes supuestos:

c.1. Cuando la participación significativa es transferida de quien la tiene al adquirente en un solo acto; o,

c.2. Cuando la participación significativa es adquirida a través de no más de cuatro actos sucesivos dentro de un periodo de tres años.

A continuación, el literal b del artículo 6 del Nuevo Reglamento señala que en cualquier otro caso distinto a los supuestos en los que se puede realizar OPA posterior, deberá realizarse una OPA anterior.

El principal beneficio de esta norma y donde creemos que el Nuevo Reglamento flexibiliza en cierta manera la regulación de la OPA es en la posibilidad que tiene ahora el inversionista de ubicar al tenedor de control al interior de la sociedad objetivo<sup>(9)</sup> y, vía una transacción meramente privada, adquirir de manera directa y en un solo acto la participación significativa de la sociedad objetivo.

Posteriormente, claro está, el inversionista deberá realizar una OPA posterior. Sin embargo, para este momento, ya se habrá asegurado de obtener la participación significativa que quería. Este creemos que es el principal acierto del Nuevo Reglamento.

Adicionalmente, el artículo 6 del Nuevo Reglamento señala que la OPA posterior deberá formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula prevista en el anexo I del Nuevo Reglamento.

La fórmula establecida por el anexo I del Nuevo Reglamento es la siguiente:

$$\left\{ \begin{array}{c} X \\ - \\ Y \end{array} \right\} \times (1 - Z)$$

Siendo que:

X= porcentaje de participación adquirida en los últimos 3 años.

Y= porcentaje de participación de terceros antes de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar una OPA.

Z= porcentaje de participación, luego de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar una OPA.

Por lo tanto, siguiendo uno de los ejemplos previstos en la Exposición de motivos del Nuevo Reglamento, si un inversionista, estando en uno de los supuestos del literal a del artículo 6, adquiere su primer 25% al interior de una sociedad, aplicando la fórmula, deberá lanzar una OPA posterior por 18.75%. Dicho porcentaje se obtiene de la siguiente manera:

$$\left\{ \begin{array}{c} \frac{25}{100} \\ - \\ \frac{100}{100} \end{array} \right\} \times \left\{ 1 - \frac{25}{100} \right\}$$

De esta manera, aquel inversionista que desee adquirir el 25% del capital de una sociedad objetivo podrá hacerlo directamente, siempre que posteriormente efectúe una OPA.

Acorde con lo mencionado sobre el accionariado poco difundido de las sociedades peruanas, creemos que la creación de una figura como la OPA posterior puede generar grandes

(9) Tal como lo comentáramos en el punto 2 del presente artículo, en las sociedades peruanas, generalmente el grupo de control es claramente identificable, por lo que una regla de OPA posterior podría generar un beneficio real para el mercado peruano.

beneficios para un mercado como el nuestro, agilizando la toma de control y, por lo tanto, generando un mercado más ágil de tomas de control.

El problema, sin embargo, que presenta la incorporación de la regulación de OPA posterior, y que impide que el proceso sea ágil y no tan costoso es que CONASEV decidió introducir al proceso de esta OPA posterior, a una entidad valorizadora.

En ese sentido, en aplicación del literal a del artículo 6 y del artículo 44 del Nuevo Reglamento, la OPA posterior debe hacerse a un precio no menor que el determinado por la entidad valorizadora que se designe por cuenta del obligado a realizar la OPC<sup>(10)</sup>.

Con respecto al plazo para realizar la OPA posterior, el artículo 44 del Nuevo Reglamento señala que este deberá realizarse dentro del plazo de cuatro meses desde que se genera la obligación de realizar la oferta (debe entenderse que desde que se adquiere o incrementa participación significativa en los términos previstos en el literal a del artículo 6 o cinco días desde la emisión del informe a que se refiere el artículo 51, lo que ocurra primero, salvo motivos de fuerza mayor o caso fortuito).

Al respecto, hay que tener en cuenta que la empresa valorizadora tiene un plazo de 30 días calendario luego de su designación para determinar el precio mínimo al que deberá lanzarse la OPA. El artículo 44 parece estar asumiendo que el informe de valorización de la empresa valorizadora podría presentarse luego de los 30 días, dado que asume como un posible plazo para realizar la OPA, los 4 meses siguientes de generarse la obligación de realizar la OPA posterior. CONASEV parecería estar asumiendo la posibilidad de que transcurran 4 meses de generada la obligación de realizar la OPA posterior y aún no haya sido presentado el

informe de valorización. En este caso, la OPA posterior deberá llevarse a cabo. El problema surge para determinar el precio al que deberá lanzarse la OPA si aún no se cuenta con dicho informe de valorización.

Creemos que la inclusión de empresas valorizadoras y el requisito de contar con un informe de valorización, al margen de los posibles problemas operativos que genera, aumenta los costos de una norma que parecía querer agilizar el trámite de la OPA, a través de la creación de la figura de la OPA posterior. Creemos que habría sido mejor no incluir dentro de este procedimiento a las entidades valorizadoras y que el precio sea, por ejemplo, un precio no menor al precio pagado en la adquisición privada que genera la obligación de lanzar la OPA posterior.

#### 3.2.4. Eliminación de porcentajes mínimos para formular una OPA

Creemos que uno de los aciertos del Nuevo Reglamento es haber eliminado el porcentaje mínimo sobre el cual debe formularse una OPA. El Antiguo Reglamento establecía en su artículo 6<sup>(11)</sup> que para adquirir participación significativa (25%), el adquirente debía formular una OPA por al menos el 5%. Si el adquirente pretendía incrementar su participación, adquiriendo el 50% o más (pero menos del 60%) del capital, la OPA debía ser formulada por al menos el 10%; y si dicho incremento era por el 60% o más del capital, la OPA debía formularse también por al menos el 10%.

Con el Nuevo Reglamento, se han eliminado esos porcentajes mínimos de 5% y 10% para la formulación de una OPA. De esta manera, quien adquiere participación significativa o incrementa la suya, podrá lanzar una OPA por el monto que

(10) Adicionalmente, el artículo 45 del Nuevo Reglamento indica que pueden actuar como entidades valorizadoras las sociedades de auditoría, bancos, bancos de inversión o empresas de consultoría especializadas en actividades de valorización de empresas.

(11) "Artículo 6. Incremento de participación significativa.

La obligación a que se refiere el artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:

a) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al veinticinco por ciento del capital social del emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor;

b) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al cincuenta por ciento del capital social del emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del Capital Social del Emisor;

c) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al sesenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse por la cantidad de valores que se pretende alcanzar pero en ningún caso por menos del diez por ciento del capital social. Esta regla prevalece respecto de las anteriores. La forma de cómputo y los valores que se consideran para determinar la participación significativa y los incrementos a que se refiere este artículo son los que establecen los artículos 4 y 5 del Reglamento".

realmente quiere adquirir. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta regla es aplicable únicamente al caso de las OPA anterior.

Si estamos ante un caso de una OPA posterior, a fin de calcular el número de valores que serán objeto de la OPA, deberá tenerse en cuenta la fórmula prevista en el anexo I del Nuevo Reglamento y que ya fue comentada en el numeral 3.2.3. anterior.

### 3.2.5. Excepciones a la formulación de una OPA

De la lectura del artículo 10 del Nuevo Reglamento, es posible notar que, en principio, este ha mantenido las excepciones establecidas en el Antiguo Reglamento para la formulación de una OPA, salvo la precisión de algunas excepciones y la incorporación de una nueva<sup>(12)</sup>. Sería ideal poder comentar cada una de las excepciones contenidas en este artículo, desarrollando las implicancias y criticando cada una de ellas. Sin embargo, por un tema de espacio, en este punto nos limitaremos a comentar solo algunas de las novedades incorporadas en el Nuevo Reglamento según las cuales queda exceptuada la obligación de formular una OPA contenida en el artículo 4 del Nuevo Reglamento.

a) Por un lado, según el inciso i del artículo 10 previamente citado, no será obligatorio efectuar una OPA cuando se ejecute una operación de fideicomiso, siempre que el derecho de voto se mantenga en el fideicomitente o en el fiduciario. Para este último caso se dispone que el beneficiario ulterior deberá ser el fideicomitente. A la vez, se mantiene la redacción que señala que en cualquier otro caso, CONASEV, a solicitud de un tercero, evaluará las características particulares de la operación a fin de determinar si corresponde o no la realización de una OPA. Finalmente, como supuesta novedad, se precisa que para que proceda la excepción, el fiduciario deberá ser una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría por el BCR.

Según lo señalado en la exposición de motivos del Nuevo Reglamento, contenida en la Resolución 20-2006-EF/94.10, “se condiciona la

excepción a la intervención de una entidad del sistema financiero debido a que dicha intervención garantizará la objetividad e imparcialidad de la operación de fideicomiso evitando un abuso de dicha figura para evitar la aplicación de las normas de OPA<sup>(13)</sup>.

Sin embargo, somos de la opinión que el indicar que el fiduciario debe ser una entidad del sistema financiero no implica una innovación relevante. A pesar de haber tenido la oportunidad de introducir una innovación real, el Nuevo Reglamento se ha limitado a introducir una modificación únicamente formal.

Por ejemplo, una innovación en este supuesto hubiese sido redactar la norma de tal forma que, en caso un deudor hubiese otorgado sus acciones a través de un fideicomiso en garantía a un acreedor e incumpliese con el pago, el acreedor o el fiduciario en nombre de este pudiesen ejercer el derecho de voto de las acciones. Sin embargo, en principio, salvo que CONASEV disponga expresamente lo contrario en el caso concreto, esta figura implicaría que el acreedor debiera efectuar una OPA por haber obtenido el derecho de voto de las acciones y, en el caso concreto, participación significativa en la sociedad. A pesar que en este caso no hay un traspaso de control según el cual se debiese cumplir con la formulación de una OPA, la norma no ha sido lo suficientemente innovadora para contemplarlo.

b) Por otro lado, el inciso l del artículo 10 introduce una nueva excepción según la cual no es obligatorio efectuar una OPA cuando la adquisición o incremento de participación significativa se produce a través de un contrato de prenda<sup>(14)</sup> en el que se cede el ejercicio del derecho de voto por un porcentaje igual o superior a los enunciados en el inciso c del artículo 4 del Nuevo Reglamento. Al igual que en el supuesto anterior, para que proceda esta excepción el acreedor prendario deberá ser una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría por el BCR.

A diferencia de lo contemplado para las operaciones de fideicomiso, en este supuesto el

(12) En principio se había introducido dos excepciones nuevas; sin embargo, según lo señalado anteriormente, la Resolución 20-2006-EF/94.10 derogó el literal m del artículo 10.

(13) Diario Oficial *El Peruano* del 1 de mayo de 2006. Normas legales. p. 317796.

(14) En virtud de la Ley de la Garantía Mobiliaria, Ley 28677, publicada el 1 de marzo de 2006, pero que aún no entra en vigencia, ya no resulta correcto hablar de “prenda” sino ahora se habla de “garantía mobiliaria”.

Nuevo Reglamento sí introduce una novedad interesante, reconociendo -como debió hacerlo, por ejemplo, para el caso de los fideicomisos en garantía- la no vocación de permanencia ni intención de adquisición de las acciones prendadas por parte del acreedor. En este caso se reconoce con precisión que la cesión del derecho de voto a través de un contrato prendario no implica la enajenación de un paquete accionario en favor del acreedor sino únicamente se le cede la posibilidad que, ante un evento de incumplimiento, este último pueda participar en las juntas generales de accionista de la sociedad y, con ello, genere presión en el deudor moroso.

Sin embargo, no parece claro por qué la norma exige que para ser supuesto de excepción, este acreedor prendario deba ser “una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría en la circular respectiva que sea emitida por el BCR”. Según la exposición de motivos del Nuevo Reglamento, señala expresamente que “al igual que en la excepción del fideicomiso, dichas operaciones deben contar con la intervención de una empresa del sistema financiero nacional o una entidad que se encuentre registrada como banco de primera categoría en la nómina de bancos determinada por el BCR para su procedencia”. Cuando esta exposición de motivos explica la razón por la que el supuesto de excepción para la obligación de efectuar una OPA aplicable a los fideicomisos exige la participación de una entidad financiera, señala que se exige esta participación debido a que “dicha intervención garantizará la objetividad e imparcialidad de la operación de fideicomiso, evitando un abuso de dicha figura para evitar la aplicación de las normas de OPA”. Al respecto, debemos mencionar que la exposición de motivos no toma en cuenta algunos aspectos importantes:

En primer lugar, la participación de una entidad bancaria o financiera en un fideicomiso, debe darse siempre. No puede actuar como fiduciario una empresa que no sea del sistema financiero.

Por otro lado, el supuesto de excepción referido al fideicomiso recibe un tratamiento distinto al de la prenda. En el supuesto de excepción del fideicomiso se exige que el derecho a voto se mantenga en el fideicomitente u originador o en el fiduciario. Como sabemos, ni el fideicomitente u originador ni el fiduciario son los acreedores de un

fideicomiso, sino el fideicomisario. Por lo tanto, para tener un tratamiento similar al de la prenda, el tratamiento de la excepción aplicable al fideicomiso debió admitir que el derecho de voto sea transferido al fideicomisario, siempre que dicho fideicomisario sea una empresa del sistema financiero nacional o una entidad que se encuentre registrada como banco de primera categoría en la nómina de bancos determinada por el BCR.

Finalmente, creemos que la supuesta garantía de objetividad e imparcialidad que otorga la participación de una entidad financiera -sea como acreedor prendario, fiduciario o fideicomisario- no es argumento suficiente para que estas entidades sean las únicas beneficiadas con estos supuestos de excepción. Creemos que no existe nada que nos pueda garantizar esa supuesta objetividad e imparcialidad.

Por otro lado, a la vez que se reconoce la utilidad que significa la introducción de esta nueva figura -lo cual, repetimos, también debió haberse previsto para el caso de las operaciones de fideicomiso-, se debe tener en cuenta que en la Ley de Garantía Mobiliaria se ha establecido la posibilidad de acordar en los contratos de otorgamiento de garantías mobiliarias el pacto comisorio. En esos casos, si el acreedor ejerciese su derecho y, con ello, se apropiase del paquete accionario cedido, en caso con ello adquiriese o incrementase participación significativa, pues se encontraría obligado a formular una OPA. En este caso sí queda clara la intención del acreedor de apropiarse de un número de acciones que para ser adquiridas, según las normas del Nuevo Reglamento, debe lanzarse la OPA respectiva.

c) Finalmente, entre las novedades introducidas inicialmente por el Nuevo Reglamento, no resultaba obligatorio efectuar una OPA cuando la adquisición o incremento de participación significativa en una sociedad se deba a una transacción internacional que involucre la adquisición o incremento de participación significativa de manera indirecta en una sociedad objetivo (sociedad listada), a través de una reorganización de sociedades o de la adquisición de acciones emitidas por la sociedad, siempre que: (i) las acciones emitidas por la adquirente o por la sociedad se encuentren listadas en cualquiera de las bolsas supervisadas por la IOSCO<sup>(15)</sup>; y, (ii) el porcentaje de la participación significativa adquirida, aplicado sobre el valor de

los activos de la sociedad objetivo representen no más del 1% del valor total de los activos de la sociedad ponderado por el porcentaje de participación que la adquirente adquiere de la sociedad en la transacción internacional.

Para comprender lo dispuesto en este literal, se debe entender: por sociedad objetivo, a la sociedad cuyas acciones se encuentran listadas; por sociedad, a aquella que tiene participación directa o indirecta en la sociedad objetivo y que ha sido adquirida por la adquirente como consecuencia de una reorganización societaria internacional o adquisición de acciones; y, por adquirente, a aquella persona que adquiere las acciones de la sociedad, a través de la reorganización o adquisición.

Siendo más claros, este es el supuesto donde la transacción entre empresas en el exterior (por ejemplo, reorganización societaria entre las matrices de dos empresas listadas en bolsa) afectan la participación de las subsidiarias en el Perú, de tal manera que una de las subsidiarias adquiere participación significativa en la otra. En este caso, y creemos que con justa razón, no será necesario que la subsidiaria local que adquirió participación significativa en la otra subsidiaria local con motivo de la reorganización societaria transnacional, deba efectuar una OPA. Ello entorpecería de manera innecesaria e impertinente operaciones celebradas entre casas matrices.

Sin embargo, como ya se señaló en este artículo, la Resolución CONASEV 20-2006-EF/94.10 derogó esta excepción, cometiendo con ello, a nuestro parecer, un grave error. En efecto, según lo hemos comentado líneas arriba, somos de la opinión que una de las novedades positivas introducidas por el Nuevo Reglamento era esta excepción. Resultaba lógico y eficiente que, ante la unión de casas matrices extranjeras, según convenios alcanzados en el ámbito transnacional, la unión de las subsidiarias en el Perú se diese de una manera simple y armoniosa. Sin embargo, con esta equivocada derogación, la práctica va a ser otra.

En suma, según lo señalado, a pesar de las críticas efectuadas, reconocemos la bondad de la nueva excepción a la formulación de una OPA introducida por el Nuevo Reglamento para el caso de los contratos de prenda. Sin embargo, creemos que se debió regular de la misma manera el supuesto de excepción referido a las operaciones de fideicomiso y que no se debió derogar la

excepción a la formulación de una OPA regulada inicialmente en el Nuevo Reglamento para los casos de transacciones internacionales.

### 3.2.6. Contraprestación y garantías a los accionistas receptores de la OPA

En su versión original, el artículo 13 del Antiguo Reglamento señalaba que la contraprestación ofrecida en una OPA debía ser igual para todos los destinatarios de la misma.

Sin embargo, mediante la Resolución CONASEV 002-2005-EF/94.10 se interpretó el artículo citado y se señaló que la palabra "igual" en realidad no era "igual" sino que podía ser "diferente". ¿Cómo es esto? En efecto, según la resolución señalada, se sostuvo que cuando la norma señalaba que la contraprestación debía ser igual para todos, se refería a que los accionistas que no tenían control debían recibir una contraprestación igual o eventualmente mayor en valor a la que recibieran aquellos accionistas que ejercieran el control.

Dejando de lado la interpretación efectuada por el Directorio de CONASEV ("igual" no es necesariamente "igual"), el actual artículo 19 señala textualmente, sin haber incorporado la interpretación efectuada en su momento, que la contraprestación debe ser cualitativa y cuantitativamente igual para todos los destinatarios de la oferta. A pesar de no haber incorporado la interpretación señalada, no nos sorprendería que a través de una futura resolución el Directorio de CONASEV interpretase los términos "cuantitativamente" y "cualitativamente" igual para todos, logrando nuevamente, mediante la norma legal, que la palabra "igual" signifique, en realidad, "diferente".

Por otro lado, con respecto a las garantías que se pueden constituir como parte del ofrecimiento de compra de acciones en una OPA, la versión original del artículo 14 del Antiguo Reglamento señalaba que el oferente debía constituir una garantía que asegurase el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA. Mediante la misma Resolución CONASEV 002-2005-EF/94.10 el Directorio interpretó y estableció que este derecho era renunciabile por los accionistas receptores de la OPA.

El texto del artículo 20 del Nuevo Reglamento no ha incorporado esta interpretación y se ha limitado a repetir, con algunas adiciones y

(15) International Organization of Securities Commissions.

precisiones, lo señalado en el artículo 14 del Antigo Reglamento.

En resumen, mientras el Directorio de CONASEV no vuelva a emitir una resolución interpretativa, la contraprestación deberá ser igual para todos y las garantías que otorgue el oferente deberá ser para la totalidad de la oferta y no serán renunciables. Creemos acertado que CONASEV no haya incorporado las interpretaciones efectuadas mediante Resolución 002-2005-EF/94.10 en el Nuevo Reglamento.

### 3.2.7. Ofertas competidoras

Con respecto a este punto, el Antigo Reglamento expresamente prohibía la presencia de más de una oferta a la vez. Así, el artículo 19 señalaba que la presentación de cualquier oferta competidora, sustituía a la vigente.

Inclusive, en el artículo 10 el Antigo Reglamento prohibía la existencia de más de una oferta a la vez, de tal manera que si CONASEV recibía dos o más el mismo día, prevalecía y se le daba trámite a la del precio mayor o la que se extendiese sobre un número mayor de valores, según correspondiese.

Contrariamente a lo regulado en el Antigo Reglamento, el Nuevo Reglamento establece en su artículo 25 que la oferta competidora no desplaza a la oferta inicial ni a otras que se pudiesen haber presentado, coexistiendo todas y pudiendo el inversionista elegir entre ellas la que más le convenza.

A pesar que se trata de una norma que reduce el paternalismo que originalmente se dejaba entrever en esta figura, las consecuencias de permitir la coexistencia de más de una oferta podrían ser ineficientes y, peor aún, podrían ir en contra del sentido de la regulación de la OPA. Podemos ejemplificar el riesgo señalado de la siguiente manera: imaginemos que se presentan y coexisten cuatro ofertas competidoras y que en cada de ellas un inversionista desea adquirir el 25% del capital de una sociedad. Luego de cumplirse los plazos y condiciones de ley, los distintos accionistas receptores de la oferta deciden aceptar las cuatro ofertas, logrando con ellos que ninguna de las cuatro obtenga si quiera un porcentaje cercano al 25%. Nos preguntamos, ¿si ninguna obtuvo el 25%, se debió formular la OPA?

Somos de la opinión que si bien se le otorga libertad al accionista para elegir entre varias

opciones, esta libertad puede finalmente generar una inconsistencia con la finalidad perseguida por la regulación de la OPA (esto es, que se debe lanzar una OPA cuando se pretenda adquirir o incrementar participación significativa). Así, en caso no estuviésemos frente a la adquisición o incremento de participación significativa, pues no resultaría necesario lanzar OPA alguna. Con lo cual, en el caso revisado, a pesar que, en virtud del artículo 28 del Nuevo Reglamento los oferentes pudiesen dejar sin efecto sus ofertas, ya invirtieron dinero y tiempo en el diseño y ejecución de las mismas.

Según lo señalado, creemos que si bien la norma ha pensado en otorgarle mayor protagonismo a los destinatarios de la oferta, reconociéndoles la posibilidad de ser ellos los que escojan entre las ofertas competidoras que se presenten, existe el riesgo que ante la gama de ofertas competidoras paralelas, la elección de todas ellas genere que ninguna alcance o incremente siquiera participación significativa.

### 3.2.8. Incumplimiento a la normativa

Antes de la entrada en vigencia del Nuevo Reglamento, el incumplimiento a las disposiciones señaladas sobre la obligación de lanzar una OPA era sancionado según lo dispuesto en el artículo 72 de la Ley del Mercado de Valores. Según este dispositivo, a quien adquiría o incrementaba participación significativa sin observar el procedimiento debido, se le suspendían los derechos políticos de las acciones adquiridas, contando con un plazo máximo de dos meses para vender las mismas vía oferta pública. Adicionalmente, CONASEV podía suspender los derechos políticos de las acciones que el infractor tuviese de manera previa al incumplimiento.

Actualmente, el artículo 53 del Nuevo Reglamento dispone que en los casos de OPA posterior, si el adquirente no cumple con efectuar la OPA dentro de los 4 meses posteriores, CONASEV podrá suspender los derechos políticos respecto de los valores adquiridos durante los tres años previos al incumplimiento.

Con respecto a esto, por un lado, somos de la opinión que resulta correcto señalar que CONASEV podrá suspender los derechos políticos de las acciones adquiridas en los últimos tres años. La lógica que subyace esta potestad es que el adquirente podría haber estado adquiriendo valores con derecho a voto poco a poco, hasta alcanzar

uno de los umbrales contemplados en la legislación y no efectuar la OPA posterior respectiva dentro del plazo estipulado. CONASEV, como sanción a su conducta, podría suspender los derechos de las acciones que este hubiese adquirido hasta ese momento en los últimos tres años.

Notemos, por otro lado, que la redacción del artículo señala que CONASEV podrá aplicar una sanción, no señala que este organismo regulador deberá aplicar la misma. ¿Nos preguntamos, cuándo podría CONASEV no aplicar una sanción si la obligación de efectuar la OPA, según lo regulado en el literal a del artículo 6, es muy clara? Creemos que solo la práctica podrá responder esta pregunta.

Por su lado, el artículo 54 regula los supuestos de sanción en los casos de adquisición o incremento de participación significativa no contenidos en el inciso a del artículo 6 del Nuevo Reglamento, es decir, aquellos aplicables al incumplimiento de formulación de OPA previa. En estos casos el infractor deberá vender todas las acciones adquiridas con infracción de la norma, en un plazo no mayor de dos meses, quedando suspendidos sus derechos políticos. Asimismo, se señala que CONASEV podrá suspender los derechos políticos respecto de los valores adquiridos durante los tres años previos al incumplimiento y los otros adquiridos antes de dicho plazo. Finalmente, se indica que CONASEV, en caso considere que es más beneficioso para el interés del mercado, podrá sustituir la obligación de vender las acciones por la obligación de lanzar una OPA dirigida a todos los accionistas.

Creemos acertada la posibilidad que tendría CONASEV de suspender los derechos políticos de las acciones adquiridas en los últimos tres años por el accionista que teniendo la obligación de formular una OPA posterior, no lo hizo. Sin embargo, debe quedar claro que, por otro lado, el artículo 53 no debió establecer la posibilidad de que CONASEV aplique una sanción de manera discrecional, sino que, en el marco del Nuevo Reglamento, debió señalar que ante un incumplimiento del inciso a del artículo 6 le corresponde irremediablemente aplicar una sanción.

#### 4. Comentarios finales

Analizando los principales puntos de la nueva regulación de la OPA del Perú y las críticas vertidas, creemos que los principales comentarios finales son los que explicamos a continuación.

Como vimos en el punto 2 del presente artículo, somos de la opinión que el modelo ideal y eficiente que debiera regir en nuestro mercado es el de la OPA voluntaria. Haciendo un análisis crítico del modelo de la OPA obligatoria concluimos que las desventajas que este presenta terminan perjudicando al supuesto protegido por la regulación: el accionista minoritario.

Sin embargo, en lugar de efectuar un cambio integral del sistema de OPA regulado -lo cual implicaba cambios a nivel legal-, se ha mantenido el sistema existente de OPA obligatoria y, sobre el mismo, CONASEV, por medio del Nuevo Reglamento, ha introducido algunos cambios. En efecto, con el objetivo de flexibilizar y dinamizar el sistema de OPA obligatoria existente, el Nuevo Reglamento ha modificado algunos supuestos, eliminado otros, precisado ciertas figuras e introducido nuevos temas.

Entre las principales modificaciones tenemos las siguientes:

- a) Se han establecido nuevos supuestos frente a los cuales se debe efectuar una OPA;
- b) Se ha redefinido el concepto del capital social sobre el cual debe calcularse la adquisición o incremento de participación significativa;
- c) Se ha introducido la figura de la OPA posterior, lo cual creemos es el mayor aporte del Nuevo Reglamento;
- d) Se han eliminado los porcentajes mínimos que contemplaba el Antiguo Reglamento sobre los cuales se podía efectuar la OPA;
- e) Se han precisado algunos supuestos de excepciones a la formulación de una OPA, e introducido uno nuevo; y,
- f) La norma ha modificado la regulación de las ofertas competidoras, permitiendo la coexistencia de las mismas.

Haciendo un balance de las modificaciones efectuadas al sistema de OPA por medio del Nuevo Reglamento, creemos que obtenemos un resultado positivo. A pesar de que existen nuevas reglas criticables, la introducción de la figura de la OPA posterior ha inclinado la balanza y ha hecho de esta nueva norma una que creemos va a facilitar y dinamizar el mercado de tomas de control. El principal beneficio de ello: todos los participantes del mercado -accionistas mayoritarios, minoritarios, inversionistas, acreedores- ganan. Finalmente, será el mercado, y no nosotros, quien mejor juzgue esta nueva regulación. <sup>45</sup>