

# SOCIETARIO

## FUSIONES Y ADQUISICIONES

AUTOR: Luz Israel Llave  
Asociada Senior del  
Hernández & Cía Abogados

### Introducción

La concentración empresarial es un fenómeno que permite a las empresas coordinar, colaborar y diversificar sus inversiones en las más distintas formas. La concentración se presenta, en un primer momento, como un fenómeno de ampliación de la dimensión de la empresa a través de la agrupación de organizaciones de la misma naturaleza (concentración horizontal). Sin embargo, también pueden darse en los casos de reunión de empresas cuyo objeto o actividades se complementan entre sí, a efectos de completar una cadena productiva (concentración vertical). Adicionalmente, la concentración también puede darse a través de la agrupación, bajo la misma dirección, de entidades de distinta naturaleza y actividades que buscan diversificar el riesgo de su desempeño en el mercado (conglomerados empresariales).

Si bien los objetivos pueden ser diversos entre las formas de concentración empresarial que se pudieran adoptar, hay dos características esenciales que la doctrina asigna a todo tipo de concentración empresarial: la organización y la colaboración<sup>1</sup> y la fusión es, sin duda, la forma de concentración empresarial en donde resaltan con mayor nitidez estas características. En palabras de Elías Laroza, la fusión "es quizás la forma más completa creada por el derecho para contribuir a la consecución de las concentraciones empresariales."<sup>2</sup> Empero, no es la única. Existen otros mecanismos como la constitución de empresas holding, la celebración de contratos de colaboración empresarial bajo una administración común, la adquisición directa de acciones que otorgan control de la sociedad objetivo, entre otras.

Este artículo tiene como objetivo introducir al lector al tema de las fusiones y adquisiciones de sociedades y presentar brevemente ciertas alternativas que nuestra legislación permite para llevar a cabo estos procesos de concentración empresarial. Dada la complejidad que cada alternativa puede presentar, este artículo no pretende ser un análisis exhaustivo de cada una de ellas, sino servir como una guía para el lector que le permita tener un primer acercamiento

a estos vehículos.

En general, si una sociedad desea adquirir a otra hay básicamente tres métodos para hacerlo: i) la fusión de empresas, el segundo posible método es mediante la compra de parte o el total de las acciones de la sociedad objetivo y un tercer posible método para adquirir una empresa es a través de la adquisición del total de sus principales activos. Analizaremos brevemente cada uno de estos tres métodos, pero no sin antes esbozar cuál es la racionalidad detrás de las fusiones y adquisiciones y hacer un breve recuento de su evolución histórica.

### Racionalidad

Rompiendo la lógica matemática, en el tema de fusiones y adquisiciones "uno más uno equivale a tres". En efecto, la racionalidad –al menos teórica– de adquirir una empresa es crear mayor valor que redunde en beneficio de los accionistas de las sociedades participantes.

El concentrar empresas a través de una fusión o adquisición presupone considerar que el valor de la nueva empresa producto de la operación superará en el corto, mediano o largo plazo según el análisis efectuado, la suma del valor individual de las empresas participantes en la transacción. No tendría sentido alguno que la intención de los accionistas fuera seguir percibiendo igual ganancia, la cual debe ser entendida también en ciertos casos como dejar de percibir pérdidas. En efecto, existirán casos por ejemplo en los que accionistas de una sociedad decidan entrar un proceso de fusión o adquisición con la intención de que la adquirente absorba las pérdidas generadas por la sociedad objetivo con la finalidad de dar un giro positivo a la situación económica de esta última anterior a la fusión o adquisición.

¿Y de dónde se obtiene ese mayor valor? Sinergias es la palabra clave. Sinergias se traducen en un mayor rendimiento y ahorro en costos. La intención es que las sinergias coadyuven a conducir a la sociedad resultante hacia un grado de eficiencia que redunde en mayores ganancias en beneficio de sus accionistas.

Las sinergias pueden ser muy diversas, alcanzar economías de escala, complementar la cadena productiva, adquirir nueva tecnología, reducir costos administrativos, mejorar el nivel de endeudamiento, mejorar el poder de compra o negociación, mejorar el nivel de administración, y así podríamos mencionar innumerables posibles sinergias, las cuales finalmente dependerán del tipo de empresas involucradas, de la situación particular de cada una de ellas y de las metas que se deseen alcanzar. Sean cuales fueren las sinergias, lo importante es comprender que la racionalidad detrás de una fusión de empresas y, en general, de cualquier tipo de adquisición, es que existen para crear sinergias y debido a las eficiencias que estas generan crear un mayor valor al de la suma de los patrimonios de las empresas participantes, en beneficio de sus accionistas. Pero seamos prudentes, es mucho más fácil encantarnos con las posibles sinergias en un proceso de fusión o adquisición de empresas que efectivamente lograrlas y si consideramos que alcanzarlas es el medio para lograr el mayor valor anhelado, en algunos casos al final del camino "uno más uno puede sumar menos que dos". Y si consideramos que la misma talla no siempre nos queda igual a todos, debemos cuidarnos de imitar lo que otros hacen. Cada transacción debe ser analizada como un proceso único. Las sinergias que se lograron en la fusión o adquisición de determinadas empresas, en otras similares podrían nunca darse y, en un peor escenario, podrían crear ineficiencias restando valor a la empresa adquirente.

Sin perjuicio de lo anterior, el mayor valor para los accionistas no sólo se podría dar por las sinergias encontradas, sino también por la habilidad de las sociedades adquirentes de lograr una mayor participación en el mercado relevante y la consecuente habilidad de incrementar ganancias como consecuencia de ello. Esto último siempre es mirado por las autoridades con recelo habida cuenta que la adquisición de una mayor participación en el mercado producto de una fusión o adquisición podría conllevar a reducir la competencia en dicho mercado, afectando de esta manera a los consumidores finales. Ahora bien, una empresa que adquiere un gran tamaño no necesariamente es una empresa con poder monopólico. Por ejemplo, un vendedor de helados en la playa quizás tenga más poder en ese lugar y en ese momento que una empresa de gran envergadura en un mercado competitivo. Asimismo, no se puede afirmar per se que mercados concentrados en dos o tres grandes competidores son menos competitivos que mercados con veinte o treinta participantes. Empero, la doctrina señala que si bien este puede ser un incentivo no necesariamente es el principal motivador de las fusiones y adquisiciones, más aún en sistemas jurídicos donde se persiguen de manera eficiente las prácticas anticompetitivas y monopólicas que se pudieran generar como consecuencia de una fusión o adquisición de empresas.

Finalmente, es preciso señalar que para algunos autores<sup>3</sup> es imposible descartar que las motivaciones detrás

de una fusión o adquisición de empresas puedan estar dadas también por intereses egoístas o el simple ego de sus órganos de administración. Veamos con ojos cautos las razones detrás de un proyecto de fusión en donde no es clara la posibilidad de obtener ese mayor valor en beneficio de los accionistas, pues esa es la racionalidad de la institución.

#### Diferencia entre una fusión y una adquisición

La fusión consiste en el mecanismo de concentración empresarial mediante el cual dos o más sociedades se reúnen a efectos de formar una sola unidad que amalgama los patrimonios de las sociedades participantes e integra a sus socios.

Las adquisiciones de sociedades por su parte son la compra que una persona o grupo de personas realiza de todo o parte de un negocio, a través de la compra de las acciones que detentan control en la empresa objetivo o a través de la compra de todos o parte de los activos principales de la empresa objetivo. La compra de obligaciones convertibles en acciones, certificados de suscripción preferente o la adquisición de opciones de compra de acciones podrían también ser calificados como potenciales adquisiciones, en la medida que de ejercerse los derechos en ellos representados podrían conllevar a una toma de control de la sociedad objetivo. Es por ello, por ejemplo, que muchas legislaciones, incluyendo la nuestra, consideran para efectos del cómputo del capital social sobre la base del cual se calcula la tenencia accionaria para determinar si hace necesario realizar una oferta pública de adquisición, las acciones con derecho a voto susceptibles de ser emitidas o adquiridas como consecuencia de la conversión de obligaciones o del ejercicio de cualquier otro derecho otorgado por el emisor a sus accionistas o a terceros.

Es importante resaltar que cuando hablamos de una adquisición mediante la compra de acciones, estamos hablando implícitamente de "control" y precisamente este concepto es el que diferencia a la adquisición de una simple compraventa de acciones. Regresaremos a este concepto cuando nos referimos a las formas de adquisiciones de empresas a través de la compra de acciones.

#### Historia de las fusiones y adquisiciones

Las fusiones y adquisiciones han evolucionado en el tiempo y a pesar de que siempre han tenido consecuencias jurídicas, debemos reconocer sin recelo que estamos ante una institución eminentemente marcada e influida por factores económicos. El crecimiento del producto bruto interno de un país, la conducta de las tasas de interés, las políticas macroeconómicas y fiscales son factores que han contribuido a que se den más o menos fusiones y adquisiciones en un momento determinado. Y, en países latinoamericanos, las fuerzas políticas y sociales son un factor influyente. Los pioneros de las grandes fusiones y adqui-

siones de empresas son sin duda los estadounidenses, por lo que vamos a dar un vistazo a la evolución de las fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos de América que sirvieron y siguen sirviendo de modelo para el resto del mundo. La doctrina es casi unánime en considerar que ha habido cinco oleadas de fusiones y adquisiciones desde el siglo XXIV y cada una de ellas con características propias generadas por una combinación de distintos eventos.

La primera oleada de fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos de América se dio entre 1897 y 1904, también llamada la oleada de la "Consolidación Horizontal", cuando grandes empresas deciden fusionarse con empresas más pequeñas de su mismo rubro, en su mayoría, con la intención de ganar una participación significativa en el mercado que les permitiera ostentar una condición monopólica. Estas fusiones dieron lugar a los grandes de la industria del acero, la telefonía, el petróleo, la manufactura y el transporte. Un ejemplo de estas fue la fusión de Standard Oil y U.S. Steel, la cual se formó por la combinación de 785 compañías del mismo rubro, sin duda, con el fin de monopolizar la industria. La mayoría de las fusiones concebidas en esta primera etapa no tuvieron el éxito deseado. La razón principal fue la crisis económica hacia 1904 y las medidas legales para restringir prácticas anticompetitivas. La Corte Suprema de los Estados Unidos de América extiende la aplicación de la Sherman Act (la primera ley del gobierno federal para restringir las prácticas monopólicas y anticompetitivas) a las fusiones, involucrando a varias de las empresas formadas durante este época por prácticas restrictivas a la libre competencia.

Una segunda oleada de fusiones y adquisiciones se dio entre 1916 y 1929. Durante esta etapa se consolidaron las concentraciones de las industrias que se dieron en la primera oleada, sin embargo hubo un interesante incremento de integraciones verticales (empresas que adquirieron a sus actuales o posibles proveedores, clientes o distribuidores). El boom económico y el desarrollo tecnológico que siguieron a la Primera Guerra Mundial dieron lugar a este tipo de fusiones. Las industrias que se fusionaron principalmente en esta etapa fueron productoras de metales primarios, petróleo, equipos de transporte, empresas de productos alimenticios. Asimismo, las principales empresas de automóviles se consolidaron en esta etapa. Esta segunda oleada de las fusiones y adquisiciones finalizó con el crash de la Bolsa producto de la crisis de 1929, así como con la aplicación por los tribunales estadounidenses de la Clayton Act (ley federal aprobada en 1914 que definió ciertas prácticas como colusorias y monopólicas que no estaban claras bajo la Sherman Act).

Una tercera oleada se dio entre 1965 y 1969 básicamente formando conglomerados (empresas que no tenían relación alguna de industria o mercado se unían para formar una empresa más fuerte y poderosa) con la intención de obtener los beneficios de la diversificación. Este tipo de fusiones fueron inspiradas por los altos precios de las ac-

ciones, tasas de interés y, en el plano legal, por el estricto cumplimiento de las normas de protección contra las prácticas monopólicas y anticompetitivas. La mayoría de fusiones en esta etapa se dieron entre empresas de la industria de petróleo y gas, industrias farmacéuticas, bancos y aerolíneas. Esta etapa terminó por la caída del valor de las acciones de los conglomerados atribuida principalmente a no haber obtenido los beneficios esperados por la diversificación.

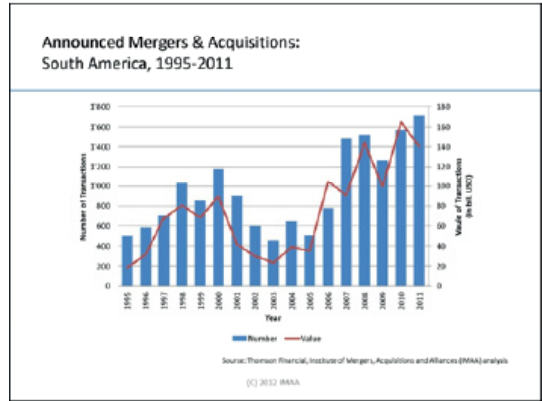
La cuarta oleada tuvo lugar desde 1981 a 1989 y se caracterizó principalmente por las adquisiciones hostiles (hostile takeovers), por las cuales la compañía objetivo no estaba de acuerdo con la fusión por lo que la adquirente ofrecía comprar sus acciones en el mercado secundario. Asimismo, esta etapa estuvo representada por el financiamiento a través de los denominados junk bonds o bonos basura (bonos con un alto grado de riesgo pero con un interés también bastante alto que los hace atractivos para los inversionistas), así como por las compras apalancadas o Leverage Buy Outs (LBOs) que no son otra cosa que la adquisición de una empresa con la ayuda en gran parte de capital externo para alcanzar la suma deseada y en donde los activos de la empresa objetivo son usados como garantía del repago de la deuda. Esta cuarta etapa terminó con leyes que regularon las adquisiciones hostiles, la reforma de normas aplicables a fusiones de instituciones financieras, la caída de los junk bonds y la crisis financiera de los bancos comerciales.

Una quinta oleada de fusiones y adquisiciones se dio entre 1992 y el 2000 inspirada en la globalización, el boom del mercado de capitales y la desregulación. Esta quinta oleada se dio principalmente en el sector bancario y de telecomunicaciones. Durante esta etapa compañías de gran tamaño fueron creadas con la idea de que el tamaño era importante para mantenerse competitivas y la desregulación en materia de leyes antimonopolio dio lugar a transacciones como las de Citibank y Travelers, Chrysler y Daimler Benz, Exxon y Mobil, AOL y Time Warner, entre otras. Para tener una idea del boom de fusiones en esta etapa, de US\$342 billones en transacciones en 1992 se pasó a US\$3.3 trillones en el mundo en el 2000. Sin embargo, la caída de la bolsa en el 2000 impactó la actividad de fusiones y adquisiciones.

La sexta oleada de fusiones se da en el año 2006 en la que el número de fusiones en los Estados Unidos y en el mundo, alcanzó grandes cifras (3.4 trillones al final del 2006). Este crecimiento en la actividad es atribuido principalmente a las exigencias de la globalización y a los programas de los gobiernos dirigidos a incentivar la concentración empresarial. Asimismo, el incremento en el precio de los commodities, el financiamiento a bajo interés y el tremendo crecimiento de fondos de private equity. A nivel mundial, esta oleada de fusiones y adquisiciones disminuyó drásticamente hacia el 2009 producto de la llamada crisis de las hipotecas subprime desatada en el 2008 en los

Estados Unidos de América y que repercutió en el mundo entero. Cabe destacar, sin embargo, que si bien el número de fusiones y adquisiciones disminuyó a nivel mundial, en Latinoamérica ha incrementado considerablemente desde el 2009 (ver cuadro abajo) debido a que los inversionistas extranjeros voltearon la mirada a países emergentes con muestras de estabilidad económica para dirigir sus inversiones<sup>4</sup>.

La evolución de las fusiones y adquisiciones ha sido diversa. Aquí algunos datos estadísticos extraídos del Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) en los que se puede apreciar la actividad de las fusiones y adquisiciones entre los años 1985 y 2011 en el mundo, en comparación con la actividad en Norteamérica y en Sudamérica. Como podemos apreciar la curva de actividad en el mundo es muy parecida a la de Norteamérica, con una caída en los últimos años debido evidentemente a la crisis económica del 2008. No ocurre lo mismo en Sudamérica, donde la actividad de las fusiones y adquisiciones ha aumentado en los últimos años y esto debido al crecimiento y a la estabilidad de la economía de la región. La caída del mercado americano y europeo ha hecho girar la mirada de los inversionistas a países con economías emergentes y esperamos que el "efecto China" se replique en países de la región.



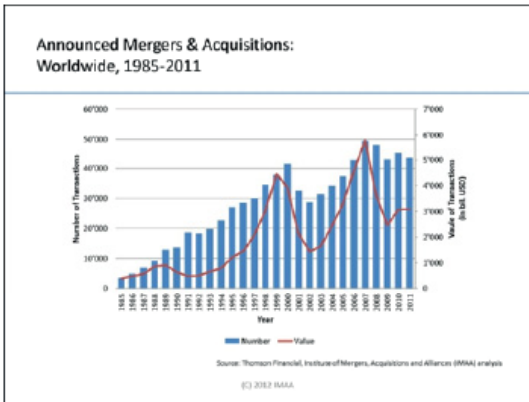
**La Fusión de Empresas**

Concepto y formas

Gómez Purruá define a la fusión como una institución 'en virtud de la cual, y mediante un procedimiento normado, de naturaleza plural, se produce la unificación de dos o más sociedades, que se extinguen sin previa liquidación, en una única sociedad, ya se trate de una sociedad preexistente que subsiste, o, en su caso, de una sociedad de nueva creación, cuyo patrimonio y cuerpo social estará formado por los patrimonios íntegros –activo y pasivo- y por los socios de todas las sociedades intervinientes, convirtiéndose la sociedad resultante en sucesora a título universal de las sociedades que se extinguen'<sup>5</sup>.

Brosseta Pont califica a la fusión como 'un procedimiento jurídico por el cual dos o más sociedades agrupan sus patrimonios y sus socios en una sociedad única, previa disolución de todas las sociedades que se fusionan (creando una sociedad nueva que asuma a todas las preexistentes) o previa disolución de todas menos una (que absorbe a las restantes)<sup>6</sup>'

En cuanto a la naturaleza jurídica de la fusión compartimos plenamente la opinión de Elías Laroza quien mencionando a la doctrina alemana considera que la verdadera naturaleza jurídica de la fusión es la de un acto de derecho corporativo en contraposición a lo dispuesto por la tesis contractualista que señala que la fusión no es más que el resultado de un contrato entre sociedades<sup>7</sup>. Ciertamente, la fusión va más allá de un mero acuerdo de transferencia de patrimonios entre las sociedades participantes. La extinción de las sociedades absorbidas o incorporadas y la integración de los socios de éstas a las sociedades absorbentes o incorporantes, y las relaciones corporativas que nacen con motivo de estos actos –por ejemplo, que la sociedad absorbida se extingue sin liquidarse- hacen que la fusión sea más que un mero contrato. Como señala Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría, citados por Elías Laroza<sup>8</sup>, 'cuando la enajenación o traspaso del patrimonio de una sociedad a otra se efectúa por virtud de un acto o contrato



individual [...], entonces la vendedora no necesita disolverse y puede continuar su vida [...]. Por el contrario, admitiendo que la incorporación del patrimonio y de los socios de una sociedad a otra se realiza por virtud del acto corporativo de la fusión, las cosas sucederán de distinto modo. Al tiempo que se opera el traspaso del patrimonio de una sociedad a otra, se disuelve la primera y sus socios entran a formar parte de la segunda.”

Así se puede señalar que la fusión es una operación de naturaleza corporativa mediante la cual dos o más sociedades se reúnen a efectos de formar una sola, confundiendo sus respectivos patrimonios e integrando a sus socios, de acuerdo a las formas previstas por la ley y cumpliendo con los requisitos establecidos en ésta.

El artículo 344 de la LGS regula el concepto y recoge los dos tipos de fusión ampliamente aceptados por la legislación comparada y la doctrina<sup>9</sup>, cuando establece:

**\*Artículo 344.- Concepto y formas de fusión**

Por la fusión dos o más sociedades se reúnen para formar una sola cumpliendo los requisitos prescritos por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:

1. La fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque, y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad.
2. La absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. La sociedad absorbente asume, a título universal, y en bloque, los patrimonios de las absorbidas.

Entonces, la LGS plantea dos formas de fusión: la fusión por incorporación y la fusión por absorción. La primera supone que todas las sociedades participantes se extinguen para formar una nueva sociedad y la segunda en la que se extinguen todas menos una de las sociedades participantes.

### Características

No obstante la diferencia entre una y otra forma de fusión, ambas presentan ciertas características esenciales como son: i) la unión de patrimonios, ii) la transmisión en bloque y a título universal, iii) la extinción de las sociedades objetivo sin liquidación y iv) la agrupación de los socios de las sociedades participantes en la sociedad adquirente. Paso brevemente a explicar cada una de estas características:

1. Unión de patrimonios.- podríamos decir que ésta es la característica esencial de toda fusión como forma de concentración empresarial. La fusión implica la transferencia de todos los activos y los pasivos de las so-

iedades objetivas, las cuales formarán el patrimonio de la sociedad incorporante (en el caso de la fusión por incorporación) o se confundirán con el patrimonio de la sociedad absorbente en el caso de la fusión por absorción. Ahora bien, el artículo 344 de la LGS establece que por la fusión dos o más sociedades se reúnen para “formar una sola”, lo cual resulta clarísimo en el caso de la fusión por incorporación en la que se constituye una nueva sociedad con motivo de la fusión, por lo que la pregunta que sigue es si la definición contenida en el artículo 344 de la LGS resulta precisa también para el caso de la fusión por absorción. Si bien a mi criterio la redacción del artículo 344 no es la más feliz y pudo haber sido mejor concebida, considero que debemos entender que cuando el artículo 344 se refiere a la formación de una sola sociedad no se está refiriendo a un proceso legal de formación de sociedades sino más bien a la creación de un nuevo ente con una nueva estructura social y patrimonial surgidas de la agrupación de los socios y de la unión de los patrimonios de las sociedades participantes.

2. Transmisión en bloque y a título universal.- la transferencia patrimonial que ocurre en la fusión de sociedades es un solo bloque y a título universal. Así lo establece el artículo 344 cuando define cada una de las formas de fusión que admite la LGS. Pero ¿qué significa que la transmisión se realiza en bloque y a título universal? La transferencia en bloque significa que la totalidad de los activos y pasivos de las sociedades que se extinguen pasan a la sociedad absorbente o incorporante en conjunto, todos amarrados entre sí, sin dar la posibilidad para que pasen algunos y otros no. Si lo que se pretende es transferir sólo ciertos activos o sólo ciertos pasivos de una sociedad a otra, la fusión no es una alternativa. Y, la transferencia a título universal significa que en virtud del acuerdo de fusión, todos los activos y pasivos se entienden transferidos, sin necesidad de celebrar actos jurídicos adicionales para que el patrimonio cambie de titular. . Esta es una de las bondades de la fusión y la lógica está en que se está transfiriendo el negocio completo con todo lo que este involucra y no sólo una parte de él.

3. Extinción sin disolución ni liquidación de las sociedades objetivo.- Lo normal es que una sociedad que se extingue cumpla previamente con acordar su disolución y pasar por el proceso de liquidación correspondiente. Así lo dispone el artículo 413 de la LGS cuando señala que:

**\*Artículo 413.- Disposiciones Generales**

(...) “La sociedad disuelta conserva su personalidad jurídica mientras dura el proceso de liquidación y hasta que se inscriba la extinción en el Registro”.

Sin embargo, en el caso de la fusión de sociedades los pasos previos de la disolución y liquidación son excluidos, no dando lugar a que se activen los presupuestos básicos de una etapa de disolución y liquidación y que se generen las consecuencias jurídicas respectivas. “En la fusión, entonces, la extinción de las sociedades incorporadas o ab-

sorbidas se produce automáticamente con la entrada en vigencia del acuerdo y sin que sea necesaria una disolución previa." La entrada en vigencia de la fusión entonces tiene como consecuencia jurídica la extinción automática de las sociedades incorporadas o absorbidas, según sea el caso, sin que las juntas generales de accionistas de estas últimas tengan que adoptar acuerdo alguno de disolución o de inicio del proceso de liquidación como acto previo a la fusión.

4. Agrupación de socios de las sociedades participantes en la sociedad adquirente.- otra característica esencial de la fusión es la continuidad de las relaciones sociales, por la que los socios de las sociedades participantes se reagrupan en un ente nuevo, para formar nuevas relaciones entre ellos. Los socios de las sociedades absorbidas o incorporadas se convierten en socios de la sociedad absorbente y los socios de las sociedades que se extinguen para constituir una nueva sociedad son los que integrarán el accionariado de la sociedad incorporante. Lo anterior se lleva a cabo a través de la entrega de acciones emitidas por la sociedad absorbente o por la sociedad incorporante, según el tipo de fusión de que se trate, a los socios o accionistas de las sociedades extinguidas.

En un caso típico de fusión en el que la suma de los patrimonios transferidos es positiva (más activos que pasivos), la entrega de las referidas acciones o participaciones se da como consecuencia de la emisión de nuevas acciones producto de la formación de la cifra del capital social de la sociedad incorporante (si se trata de una fusión por incorporación) o por la variación positiva de la cifra del capital social de la sociedad absorbente (si se trata de fusión por absorción). Estas acciones o participaciones otorgadas a los socios o accionistas de las sociedades extinguidas no son otra cosa que la contraprestación otorgada por la transmisión de dichos patrimonios.

Ahora bien, debemos advertir que en el caso que la suma de los patrimonios transferidos sea cero o negativa se hace imposible –en respeto al principio de integridad del capital social- conformar o variar la cifra del capital social, por lo que no habrá emisión de acciones nuevas como consecuencia de la transferencia de los patrimonios de las sociedades extinguidas. En este supuesto, nada obsta para que los socios o accionistas de la sociedad absorbente se desprendan de parte de sus acciones para retribuir a los socios de las sociedades absorbidas por la transferencia de los correspondientes patrimonios que, aunque tengan valor cero o negativo en libros, representan cierto valor para la sociedad absorbente (redistribución de acciones); y, en el caso de la fusión por incorporación, que los socios o accionistas de las sociedades extinguidas realicen aportes para así poder conformar la cifra del capital social en la sociedad incorporante. Este último caso puede resultar más complejo aún si el patrimonio individual de una de las sociedades extinguidas es positivo y el de la otra es negativo en tal medida que hace que la suma de ambos patrimonios

sea negativa, es casi seguro que los socios o accionistas de la sociedad con patrimonio positivo querrán una mayor participación en el capital social de la sociedad incorporante, por lo que además de los aportes que deban realizarse para conformar el capital social se deberá considerar la redistribución de acciones posterior para guardar la relación correspondiente entre el patrimonio positivo "aportado" por una y el aporte propiamente dicho efectuado por los accionistas para conformar la cifra del capital social.

Existen también supuestos en los que los accionistas de las sociedades extinguidas no recibirán acciones con motivo de la fusión. El primero y el más obvio de todos es el caso de los accionistas que ejercen su derecho de separación quienes evidentemente al no aceptar el proceso de fusión no reciben acciones de la sociedad resultante de la fusión. Pero existen otros supuestos como cuando la sociedad absorbente es titular de todas o parte de las acciones de la sociedad absorbida, en cuyo caso la transferencia del patrimonio de la sociedad extinguida no debiera dar lugar al otorgamiento de acciones de la absorbente, pues el patrimonio de la absorbida ya le pertenece.

Si bien el artículo 344 de la LGS reconoce la entrega de acciones o participaciones como una característica esencial de la fusión, también reconoce que ésta pueda no darse cuando señala que "[...] los accionistas o socios de las sociedades que se extinguen por fusión reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso" (el resaltado es nuestro).

Finalmente, cabe precisar que ciertos tipos de escisión de sociedades y de reorganizaciones simples (definidas en los artículos 367 y 391 de la LGS, respectivamente), también podrían ser consideradas como formas de adquisición de empresas. En efecto, si lo que se transfiere es prácticamente todo el patrimonio de la sociedad objetivo a una sociedad preexistente o lo que se transfiere son activos o un fondo empresarial<sup>10</sup> que representan el motor del negocio de la sociedad objetivo, estamos en términos reales ante un caso de adquisición de la sociedad objetivo y, por ende, ante un supuesto de concentración empresarial.

#### Otras formas comunes de adquisición de empresas

##### a) La compra de acciones de la empresa objetivo

Otra forma de adquirir una sociedad es mediante la compra a los accionistas de la totalidad de las acciones de la sociedad objetivo o de parte de las que detentan control en la sociedad objetivo. Estas adquisiciones se pueden dar en un solo acto y mediante un único instrumento en el que intervienen todos los accionistas de la sociedad a ser adquirida o a través de múltiples actos con cada uno de ellos. Lo importante en este caso es resaltar el tema del control, pues este concepto es el que diferencia el término "adquisición de empresas" de una compraventa de acciones pura

y simple o acuerdo de inversión cuya única finalidad es la de obtener un margen de rentabilidad determinado por el performance de la empresa cuyas acciones se han adquirido, sin necesariamente ostentar control.

En efecto, cuando hablamos de adquisición de empresas nos estamos refiriendo a la transferencia de, entendiendo control como el poder de tomar decisión sobre la vida social y de determinar el rumbo de su administración. Este es el objetivo principal de la persona, empresa o grupo de empresas que se acercan a los accionistas de determinada sociedad en un supuesto de adquisición, el tomar el control de la sociedad objetivo y el de poder decidir su futuro. Habiendo hecho esta precisión sobre lo que entendemos como ‘adquisición de empresas’ a diferencia de una transferencia de acciones pura y simple, debemos señalar que la adquisición de sociedades en el Perú puede llevarse a cabo a través de una oferta privada a los accionistas de la sociedad objetivo o a través de una oferta pública de adquisición (OPA).

En el caso de la adquisición de empresas no listadas en bolsa, el tema es menos complejo desde el punto de vista regulatorio que en el caso de sociedades objetivo cuyas acciones se encuentran listadas en rueda de bolsa, en la medida que este tipo de transacciones pueden llevarse a cabo exclusivamente de manera privada no encontrándose sujetas a normas de cambio de control que regulen la oferta, la forma de adquisición o los presupuestos para esta. Por el contrario, la toma de control de sociedades que se encuentran listadas en bolsa resulta ser más compleja en la medida que el legislador peruano ha optado por un modelo de OPA obligatoria en la que –valga la redundancia– se obliga a quien pretende adquirir control de una sociedad con acciones listadas a realizar dicha adquisición mediante una oferta pública de adquisición dirigida a todos los accionistas de la empresa objetivo. En efecto, bajo la legislación actual, cada vez que un inversionista desee adquirir un paquete de acciones que le otorgue control en una sociedad objetivo –salvo los casos de excepción previstos en la normativa– no podrá dirigirse únicamente donde uno o más accionistas ya identificados que solos posean este paquete accionario sino que deberá efectuar una OPA y ofrecer adquirir las acciones que necesita para obtener el control a todos los accionistas de la sociedad objetivo<sup>11</sup>.

Si bien el objetivo de este artículo no es analizar las razones por las que el legislador peruano ha optado por un modelo de OPA obligatoria, consideramos importante presentar al lector brevemente los sistemas de OPA existentes y la racionalidad detrás de cada uno de ellos.

Por un lado, tenemos el modelo de OPA voluntaria. Bajo este modelo, para poder adquirir un conjunto de acciones que otorguen control en la sociedad objetivo, el adquirente podría dirigirse directamente y de manera privada a los titulares de dichas acciones si estos han sido plenamente identificados y ofrecerles de manera privada, y bajo los términos que consideren pertinentes, adquirir el referido

paquete accionario. En este caso no existe intervención del ente supervisor del mercado de valores para regular la oferta y la adquisición misma aun cuando las acciones se encontraran listadas en bolsa. El interesado, sin embargo, y de ahí el término ‘voluntaria’, podría optar por realizar la oferta de manera pública a través de una OPA si considera que resultaría más costoso para él identificar a los titulares del paquete accionario que necesita para poder ostentar el control que desea, que recurrir al sistema de la oferta pública y así ofrecer a todos los accionistas de la sociedad objetivo la intención de adquirir un paquete accionario que otorgue control al inversionista. Este modelo deja entonces la decisión de activar el mecanismo de la OPA al interesado en adquirir el control de la sociedad objetivo.

De otro lado, tenemos al modelo de OPA obligatoria el cual en términos generales obliga al interesado en adquirir control de sociedades listadas ofrecer la adquisición a todos los accionistas de la sociedad objetivo, aun cuando el control se encuentre concentrado en algunos cuantos y estos sean claramente identificables. Bajo este modelo, no interesa la voluntad del adquirente, tampoco importa si los accionistas titulares del paquete accionario bajo interés son claramente identificables, ni si ellos se encuentran también interesados en vender sus acciones y de esta manera transferir el control al adquirente, ni si resulta más costoso o menos costoso para el adquirente realizar una OPA que dirigirse a cada uno de ellos. Bajo este modelo la decisión de activar el mecanismo de la OPA no está en manos del interesado en adquirir el control de la sociedad objetivo, es un mandato legal.

Como hemos mencionado, el legislador peruano ha optado por un modelo de OPA obligatoria y, por ende, quien pretende adquirir control en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones inscrita en rueda de bolsa, deberá efectuar una OPA, con los mayores costos y exigencias que esto conlleva. Los que defienden esta opción del legislador peruano y, en general, el modelo de OPA obligatoria, atribuyen que las razones principales para hacerlo son permitir que todos los accionistas puedan participar en la prima de control que el adquirente ofrece con motivo de la toma de control<sup>12</sup> e imponer al ofertante obligaciones de divulgación de información al mercado en consistencia con el principio de transparencia que rige el mercado de valores. No compartimos la opción adoptada por el regulador peruano, en la medida que no compartimos la finalidad proteccionista de otorgar a todos los accionistas la prima de control cuando ésta le debiera pertenecer a quien ostentaba tal condición, y más aun cuando nos encontramos ante un mercado de capitales donde el control se encuentra aun concentrado en manos de pocos y donde los costos de transacción son elevados.

No vamos a entrar en más detalle sobre lo acertado o no de la opción legislativa pues nos tomaría un artículo entero para abordar el tema con la seriedad que merece. Pasemos ahora a ver brevemente cómo se ha abordado la

legislación vigente el tema de la obligatoriedad de OPA y sus excepciones.

La OPA y sus características y condiciones se encuentran reguladas tanto en la Ley del Mercado de Valores- (en adelante, la "LMV")<sup>13</sup> como en el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (en adelante, el "ROPA")<sup>14</sup>. Recogiendo el modelo de OPA obligatoria, el artículo 68 de la LMV establece 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".

Por su parte, el artículo 1 del ROPA especifica que el adquirente puede ser tanto una persona como un grupo de personas, en cuyo caso, la obligación de realizar la OPA recae de manera solidaria en todas las personas que conforman dicho grupo.

Entonces, cualquier persona o grupo de personas que pretende adquirir una participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones inscritas en rueda de bolsa debe, obligatoriamente, efectuar una OPA. No obstante lo anterior, el artículo 4 del ROPA establece que la adquisición o incremento de participación significativa genera la obligación de efectuar una OPA siempre y cuando se cumplan con las siguientes condiciones:

- (i) se trate de una transferencia a título oneroso.
- (ii) 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<sup>15</sup>.
- (iii) genere que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% ó 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 dichos supuestos le permita a dicho adquirente (a) remover o designar a la mayoría de directores, o, (b) modificar los estatutos de la sociedad objetivo (la "participación significativa"), y,
- (iv) no se encuentre incluida dicha adquisición en ninguna de las excepciones previstas en el artículo 10 del ROPA.

En cuanto a qué debe entenderse por participación significativa, además de lo referido en el acápite iii anterior

(regulado en el literal b) del artículo 4 del ROPA), debemos tener en cuenta lo dispuesto por el numeral 16 del artículo 1 del ROPA, el cual establece 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 del capital social inscritas en una bolsa". Adicionalmente, el referido numeral señala que también se considera participación significativa a 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 25% del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance 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.

Finalmente debemos señalar que aun cuando el legislador peruano ha optado por un sistema de OPA obligatoria, en el año 2006 introdujo ciertos cambios al ROPA<sup>16</sup> que de alguna manera han flexibilizado la obligatoriedad de la OPA al permitir la realización de la OPA posterior. En efecto, el literal a del artículo 6 del ROPA, referido a la oportunidad de la OPA, el legislador contempla la posibilidad de formular una OPA en forma posterior a la adquisición o incremento de la participación significativa. Los supuestos bajo los cuales el ROPA permite realizar una OPA posterior son los siguientes: i) se haya realizado de manera indirecta, ii) se haya realizado como consecuencia de una oferta pública de venta, iii) se haya realizado a través de los mecanismos previstos en el artículo 8 del ROPA, es decir, cuando la participación significativa es transferida de quien la tiene al adquirente en un solo acto o cuando la participación significativa es adquirida a través de no más de cuatro actos sucesivos dentro de un periodo de tres años.

#### b) La compra de activos

Hemos señalado anteriormente que consideramos que la compra de la totalidad de los activos y pasivos de una sociedad objetivo o la compra de sus principales activos también puede ser catalogada como una forma de adquisición de empresas, si ampliamos para estos efectos el concepto de control que hemos esbozado línea arriba. La persona que compra todos los activos y pasivos de una sociedad objetivo o que compra sus principales activos está, en la práctica, comprando a la empresa misma, dado que está obteniendo la fuente generadora de renta que esta empresa ostenta. Ahora bien, esta figura se utiliza generalmente si el adquirente quiere comprar los principales activos de una empresa y no tanto, o casi nunca, para la compra de la totalidad de sus activos y pasivos pues como hemos visto en el tema de la fusión, la transferencia individual de los activos y pasivos de una empresa objetivo puede resultar ineficiente y engorrosa en la medida que la transferencia



no se realiza en bloque y a título universal como si ocurre en el supuesto de la fusión, además de las consecuencias tributarias que podría acarrear.

A lo largo del presente artículo hemos intentando presentar al lector ciertas alternativas usadas por sociedades para enfrentar los retos de competitividad y eficiencia que un mundo globalizado nos impone. La fusión es, sin duda, la alternativa más comúnmente utilizada y la que ha dado los mejores resultados en cuanto al objetivo de lograr la concentración empresarial buscada. Sin embargo, existen otras alternativas para la adquisición de empresas que pueden generar similar resultado, dependiendo de cómo se estructure la operación y los objetivos que se pretendan alcanzar.

1 ISRAEL LLAVE, Luz y FILOMENO RAMIREZ, Alfredo. En: "Tratado de Derecho  
Mercantil: La Fusión y la Escisión en la Nueva Ley General de Sociedades".  
Tomo I. Gaceta Jurídica. Lima, 2005. Pág. 1127.

2 ELÍAS LAROZA, Enrique. "Derecho Societario Peruano". Normas Legales.  
Lima, 1998. Pág. 913.

3 THOMPSON Jr., Samuel C. "Business Planning for Mergers and Acquisitions".  
Second Edition. Carolina Academic Press. North Carolina, 2001. Pág. 18.  
Citando una exposición de la Dra. Janet Yellin, Chair, Council of Economic  
Advisers ante el Senate Judiciary Committee Hearings of Mergers and  
Corporate Consolidation.

4 Información histórica principalmente extraída de THOMPSON Jr., Samuel C.  
"Business Planning for Mergers and Acquisitions". Second Edition. Carolina  
Academic Press. North Carolina, 2001. Págs. 15 a 29. Citando exposiciones de  
Martin Lipton y Erica H. Steiberg, "Takeovers and Freezeouts Excerpt from  
Chapter 1, Practical Aspects of Tender Offers" (1992), Janet Yellin, Chair,  
Council of Economic Advisers ante el Senate Judiciary Committee Hearings  
of Mergers and Corporate Consolidation, "Historical Economic  
Perspective on Mergers and Acquisitions (1998)", y Joe H. Flom, "Mergers and  
Acquisitions, the Decade in Review", presentada a: University of Miami School  
of Law Fourth Annual Institute on Mergers and Acquisitions (2000).

5 GOMEZ PURRUA, Juan Manuel. "La fusión de sociedades anónimas en el  
derecho español y comunitario". La Ley, Madrid, 1991. Pág. 20.

6 BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". 10ª ed. Tecnos.  
Madrid, 1994. Pág. 342.

7 LAROZA ELÍAS, Enrique. Ob. Cit. Pág. 933.

8 LAROZA ELÍAS, Enrique. Ibidem. Pág. 934.

9 Cabe precisar que no nos referimos a la legislación y doctrina estadounidense  
en la cual si bien las fusiones cumplen la misma racionalidad y enfrentan  
riesgos similares, los tipos de fusión difieren de los de la doctrina y legislación  
europea y latinoamericana.

10 El artículo 369 de la LGS define bloque patrimonial como: i) un activo o con  
junto de activos de la sociedad escindida, ii) el conjunto de dos o más activos  
y uno o más pasivos de la sociedad escindida y iii) un fondo empresarial.

11 CARRION ALVAREZ CALDERON, Diego y MIRANDA ÑIQUE Mirella. En  
compendio del mercado de valores pag. 133.

12 Se entiende como prima de control el valor adicional sobre el precio de  
mercado de la acción que ofrece el adquirente con la finalidad de incrementar  
o adquirir participación significativa en la sociedad objetivo.

13 Aprobada por Decreto Supremo N° 093-2002-EF

14 Aprobado por Resolución CONASEV N° 009-2006-EF-94, 10

15 En realidad debió decir inscritas en rueda de bolsa para guardar consistencia  
con lo dispuesto por la LMV.

16 Introducidos por la Resolución CONASEV No. 9-2006-EF/94, 10, modificada  
por la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94, 10

FERRERO  
ABOGADOS