

Aplicación del régimen de control de concentraciones en la adquisición de sociedades registradas en el Registro Público del Mercado de Valores a través de la Bolsa de Valores de Lima

— Roberto J. Santiváñez Seminario* y Guido M. Maeda Morales** —

Resumen

El presente artículo desarrolla las consideraciones para el cumplimiento de la norma de control de concentraciones ex - ante en las adquisiciones de control en el mercado secundario del Mercado de Valores mediante la transferencia de acciones utilizando la Rueda de Bolsa. El análisis es realizado considerando los aspectos relevantes de la regulación aplicable, así como de los precedentes emitidos por la autoridad de competencia y la información de las operaciones de compraventa bursátil y Ofertas Públicas que se ha hecho pública a través de la web de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Palabras clave

M&A, fusiones y adquisiciones, control de concentraciones, Mercado de Valores, compraventa bursátil, Ofertas Públicas, OPA.

Abstract

This paper discusses the considerations for compliance with antitrust regulation in the transfer of control in the secondary market of the Stock Market by means of the transfer of shares through the Lima Stock Exchange. The analysis considers the relevant aspects of the applicable regulation, previous rulings by the competition authority and the information of the stock exchange transactions and Public Tender Offers that have been made public through the web site of the Securities Market Authority.

Keywords

M&A, merger control, antitrust, stock market, stock exchange transactions, public, tender offers.

* Socio del estudio Santiváñez Abogados. Abogado por la Pontificia Universidad Católica. Maestría en Stanford Law School, Master of the Science of Law – JSM (2001). El abogado Roberto Santiváñez se especializa en temas de regulación y competencia, desarrollo y financiamiento de proyectos, finanzas corporativas y adquisiciones.

** Asociado Senior del estudio Santiváñez Abogados. Maestría en Georgetown Law Center - LLM (2023). El abogado Guido Maeda Morales se especializa en fusiones y adquisiciones, asuntos corporativos, financiamiento y desarrollo de proyectos, y regulación del Mercado de Valores.

I. Introducción

Al momento de estructurar la adquisición de control sobre una empresa o activo (típicamente conocida como una operación de “M&A” por sus siglas en inglés), uno de los aspectos legales más relevantes¹ es la determinación de la necesidad del comprador de obtener ciertas autorizaciones gubernamentales previas. Entre las posibles autorizaciones necesarias se encuentra aquella otorgada por la autoridad de competencia que ejerce el *control de concentraciones ex - ante*, mediante el cual se busca evitar que una operación genere efectos negativos en la competencia en un mercado determinado.

En este contexto, el presente artículo desarrolla las consideraciones para el cumplimiento de la regulación de control de concentraciones en las transacciones que se llevan a cabo en el mercado secundario sobre acciones que se encuentran registradas en el Registro Público del Mercado de Valores peruano (el “RPMV”) y que se ejecutan a través de los Mecanismos Centralizados de Negociación de la Bolsa de Valores de Lima (la “BVL”), considerando los usos y costumbres de los agentes del mercado y los pronunciamientos de autoridades administrativas.

II. Régimen peruano de control de concentraciones

El régimen de control de concentraciones *ex - ante* fue introducido en el Perú (con aplicación limitada al sector eléctrico) mediante la Ley No. 26876, Ley Antimonopolio y Antioligopolio del Sector Eléctrico (la “LAASE”), publicada con fecha 19 de noviembre de 1997, y su reglamento, aprobado mediante Decreto Supremo No. 017-98-ITINCI, publicado con fecha 16 de octubre de 1998. Asimismo, mediante Decreto Supremo No. 087-2002-EF se aprobaron disposiciones reglamentarias adicionales que regulaban los actos de concentración derivados de procesos de promoción a la inversión privada en las empresas eléctricas de propiedad del Estado.

Posteriormente, con fecha 7 de enero de 2021 se publicó la Ley No. 31112, que aprobó el régimen general de control previo de operaciones de concentración empresarial (la “Ley de Concentraciones”)

y, con fecha 4 de marzo de 2021, se publicó el Decreto Supremo No. 039-2021-PCM, que aprobó su reglamento. El régimen general introducido por la Ley de Concentraciones entró en vigencia el 14 de junio de 2021, derogó la LAASE y su reglamento, y es actualmente el régimen aplicable a todos los sectores económicos.

a) Régimen especial del sector eléctrico (hoy derogado)

El régimen de la LAASE era de aplicación únicamente a las empresas con participación en el sector eléctrico peruano² y la autoridad competente para realizar la evaluación correspondiente era la Comisión de Libre Competencia del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y Propiedad Intelectual (el “Indecopi”) en primera instancia administrativa y la Sala de Defensa de la Competencia del Tribunal de Defensa del Indecopi en segunda instancia. El objetivo del análisis del Indecopi era determinar si es que la misma pudiera tener efectos de disminuir, dañar o impedir la competencia y la libre concurrencia en los mercados de las actividades de generación, transmisión y/o distribución eléctrica, así como en los mercados relacionados (ver art. 1 de la LAASE). De esta forma, bajo este régimen el Indecopi tenía la prerrogativa de aprobar, aprobar con condiciones o denegar una operación de concentración en el sector eléctrico.

Para definir las operaciones bajo el alcance de la obligación de notificación previa, la LAASE y su reglamento utilizaban un criterio cualitativo y uno cuantitativo. El criterio *cualitativo* aplica un estándar fundamental de cambio permanente en la estructura de control directa o indirecta para identificar las operaciones que califican como *actos de concentración* sujetos a notificación previa. Así, la forma o mecanismo transaccional en la que se conseguía este cambio en la estructura de control resultaba irrelevante. De hecho, el art. 2 de la LAASE contenía una lista no taxativa y muy amplia de operaciones que podrían calificar como actos de concentración incluyendo fusiones, constituciones de empresas en común, adquisición de acciones o de derechos, contratos de *joint-venture*, etc. La obligación de solicitar la aprobación previa al Indecopi recaía sobre las partes que participan en el

1 La importancia de esta necesidad radica en que, de existir, podría: (i) determinar una mayor extensión del periodo interino entre la firma del acuerdo y el cierre de la operación, lo cual incrementa los costos de transacción; y, (ii) generar el riesgo de que la operación no pueda cerrar si no se consigue un pronunciamiento de la autoridad satisfactorio para las partes.

2 El art. 1 de la LAASE señala que los actos de concentración bajo el alcance de la norma son los que se produzcan en las actividades de generación, transmisión y/o distribución de energía eléctrica.



acto de concentración o en el potencial adquirente, según corresponda (ver art. 4 de la LAASE).

Es importante notar que ni la LAASE ni su reglamento incluyeron una definición del término “control” pero utilizaban la definición de la regulación sectorial³ aplicable al sistema financiero peruano, en virtud de la cual se entiende “control”, fundamentalmente, como la influencia preponderante y continua en la toma de decisiones de los órganos de gobierno de la persona jurídica u órganos que cumplan la misma finalidad. Al respecto, cabe señalar que el Indecopi ha reconocido en sus precedentes que entre las decisiones que implican el ejercicio de control se encuentran la aprobación del presupuesto, el establecimiento del plan estratégico, la definición de planes de inversión y el nombramiento de personal directivo⁴. Asimismo, el Indecopi también ha reconocido que hay distintas formas en las que se configura el esquema de control sobre una empresa, considerando el número de personas que lo ostenta: (i) *control exclusivo*, que es ejercido por una persona; y, (ii) *control conjunto o co-control*, que es ejercido por dos o más personas⁵. De esta forma, aquellas operaciones en las que, por ejemplo, se pasa de una estructura de co-control a una de control exclusivo o viceversa también cumplen con el criterio cualitativo⁶.

Respecto a la necesidad de *permanencia* del cambio en la estructura de control, ni la normativa ni la jurisprudencia establecen un plazo mínimo en el que se entiende que se configura dicha situación. No obstante, algunos indicios que permiten determinar si una estructura es permanente son: (i) que, como consecuencia de su implementación, el adquirente tenga la potestad de realizar actividad empresarial y competir en un mercado determinado;

y, (ii) que ocurre como consecuencia de un acuerdo principal (no accesorio) entre compradores y vendedores, y no constituye una etapa interina de propiedad. Ello se desprende de lo siguiente:

- (i) Desde el punto de vista normativo, el art. 2 de la LAASE excluye del concepto de “concentración” las adquisiciones en virtud de mandatos temporales conferidos por la legislación relativa a la caducidad o denuncia de concesiones, reestructuración patrimonial u otros procedimientos análogos.
- (ii) Desde el punto de vista de los precedentes administrativos, el Indecopi no ha observado el uso de estructuras transitorias de tenencia de control temporal (*e.g.* un fideicomiso independiente) durante el periodo en el que el comprador obtenía la autorización de concentración necesaria⁷.

Por su parte, el criterio *cuantitativo* estaba definido mediante la aplicación de umbrales de concentración en la participación del mercado eléctrico, diferenciados para actos de concentración *horizontal* o *vertical*⁸. Los porcentajes de participación en el mercado de las empresas eléctricas utilizados para el cálculo eran los determinados por el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería considerando los ingresos percibidos durante el año anterior a la fecha de la notificación al Indecopi. Asimismo, cabe señalar que la definición de umbrales únicamente era de aplicación en la medida que la parte adquirente tuviera una participación previa en el sector eléctrico peruano, excluyendo de la obligación de notificar las operaciones que representaban la primera inversión de un agente en dicho sector (*first-landing*).

3 Ello se desprende de la definición de “Grupo Económico” incluida en el reglamento de la LAASE que hace una referencia a la Resolución SBS No. 001-98, mediante la cual se aprueban las normas especiales sobre vinculación y grupo económico, la cual fue posteriormente reemplazada por la Resolución SBS No. 445-2000. Esta última fue a su vez reemplazada por la Resolución No. 5780-2015, norma actualmente vigente. Es interesante notar que cuando fue publicado el reglamento de la LAASE ya se encontraba vigente la Ley No. 26887, Ley General de Sociedades, norma de carácter general y de mayor rango que la normativa sectorial del sector bancario, que incluía una definición -ciertamente menos detallada- del término “control” en su art. 105.

4 Ver las Resoluciones No. 002-1998-INDECOPI-CLC, 034-2014/CLC-INDECOPI, 019-2019/CLC-INDECOPI y 007-2020/CLC-INDECOPI.

5 Ver Resolución No. 019-2019/CLC-INDECOPI.

6 Al respecto, se puede revisar: (i) la Resolución No. 007-2019/CLC-INDECOPI, mediante la cual se autorizó la adquisición del 25.16% de las empresas Kallpa Generación S.A. y Samay I S.A. por parte del grupo económico que ostentaba el 75.84%; y, (ii) la Resolución No. 21-2022/CLC-INDECOPI, mediante la cual se autorizó la adquisición del 50% de Procesos de Medios de Pago S.A.C. por parte del accionista que ostentaba el otro 50%. Dichas operaciones cumplieron con el criterio cualitativo en la medida que implicaba un cambio en el esquema de control conjunto a uno de control exclusivo.

7 Ver Resoluciones No. 027-2018/CLC-INDECOPI y 007-2019/CLC-INDECOPI.

8 Para los actos de concentración horizontal, si las empresas participantes tienen, conjunta o separadamente, antes o después de la concentración, un porcentaje de participación en el mercado correspondiente (*i.e.*, generación, transmisión o distribución) del 15% o mayor; y, para actos de concentración vertical, si las empresas tienen, conjunta o separadamente, un porcentaje de participación en cualquiera de los mercados involucrados igual o mayor a 5%.

La LAASE incluyó además ciertos supuestos de excepción a la obligación de notificar previamente al Indecopi aun cuando la operación cumpliera con el criterio cualitativo y cuantitativo: (i) los actos de concentración en un acto o sucesión de actos, directa o indirecta, de activos productivos⁹ de un valor inferior al 5% del valor total de los activos productivos del comprador; y, (ii) los actos de concentración en un acto o sucesión de actos, directa o indirecta, en los que el comprador adquiere menos del 10% de las acciones con derecho a voto de otra empresa, en la medida que no se adquiera control directo o indirecto.

Finalmente, el incumplimiento del régimen de la LAASE estaba sancionado con multas de hasta 500 UITs (el valor de la UIT fue fijado en PEN 4,600 para el año 2022) o de hasta el 10% de las ventas o ingresos brutos percibidos por las empresas que desarrollan alguna actividad eléctrica en el Perú involucradas en la operación, dependiendo de si el incumplimiento era uno de procedimiento o de sustancia (ver art. 6 de la LAASE y el art. 34 de su reglamento). Asimismo, de conformidad con la LAASE, el Indecopi podría imponer medidas correctivas. Durante la vigencia de la LAASE, el Indecopi impuso las siguientes sanciones:

Tabla 1

Sanciones impuestas por el Indecopi

No.	Resolución	Multa e infracción
1	0794-2011/SC1-INDECOPI	100 UITs por haber realizado el acto de concentración luego de presentada la solicitud, pero antes de la decisión del Indecopi ¹⁰ .
2	001-2010/CLC-INDECOPI	1,000 UITs por haber realizado el acto de concentración luego de presentada la solicitud, pero antes de la decisión del Indecopi.
3	012-99-INDECOPI/CLC	150 UITs por no haber notificado, previamente a su realización, la operación de concentración.

Fuente: elaboración propia con información pública proporcionada por el Indecopi a agosto 2022.

b) Régimen general (vigente)

El régimen general entró en vigencia con fecha 14 de junio de 2021, momento en el que el régimen especial de la LAASE quedó derogado. A diferencia de la LAASE, el régimen de Ley de Concentraciones alcanza todos los actos de concentración independientemente del sector económico en el que se realice. Por otro lado, al igual que en el régimen de la LAASE, la autoridad competente para revisar las solicitudes de autorización es la Comisión de Defensa de la Libre Competencia del Indecopi en primera instancia administrativa y el Tribunal del Indecopi en segunda (ver art. 12 y 14 de la Ley de Concentraciones).

El art. 7 de la Ley de Concentraciones contiene una lista no taxativa de factores que el Indecopi considerará en su evaluación, entre los que se encuentran: (i) la estructura del mercado involucrado; (ii) la competencia real o potencial de los agentes económicos en el mercado; (iii) la evolución de la oferta y demanda de los productos y servicios de que se trate; (iv) las fuentes de distribución y comercialización; (v) las barreras legales o de otro tipo para el acceso al mercado; (vi) el poder económico y financiero de las empresas involucradas; (vii) la creación o fortalecimiento de una posición de dominio; y, (viii) la generación de eficiencias económicas. Tratándose de una operación de concentración empresarial que constituya una fusión o adquisición de un control conjunto, la solicitud de autorización se presenta de manera conjunta por los agentes económicos intervinientes en dicha operación. En los demás casos, la solicitud se presenta por el agente económico que adquiera el control de la totalidad o de parte de uno o varios agentes económicos (ver art. 18 de la Ley de Concentraciones).

Como consecuencia de la evaluación correspondiente, el Indecopi podrá autorizar la operación, concluir el procedimiento si determina que la operación no se encuentra dentro del ámbito de la Ley de Concentraciones, autorizar la operación con condiciones o no autorizar la operación (ver art. 7.4 de la Ley de Concentraciones).

⁹ Según el art. 10 del reglamento de la LAASE, se consideran activos productivos aquellos bienes que a la fecha de realización de la operación se encuentren bajo el control de las empresas que desarrollan actividades de generación, transmisión y/o distribución eléctrica, ya sea porque son de su propiedad o debido a cualquier acto, contrato o figura jurídica que así lo permita. La adquisición de activos productivos sólo se encuentra sujeta al procedimiento de autorización previa si los mismos permiten mediante su adquisición incrementar la participación de la empresa o grupo que los adquiere en el desarrollo de actividades de generación, transmisión y/o distribución eléctrica.

¹⁰ La multa impuesta en primera instancia administrativa fue de 1,000 UITs, pero el Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual la disminuyó a 100 UITs.



La Ley de Concentraciones también incluye un criterio cualitativo y otro cuantitativo para determinar las operaciones sujetas a la obligación de notificación previa. En relación con el criterio *cualitativo*, el art. 5 de la Ley de Concentraciones establece que constituye un acto de concentración todo acto u operación que implique una *transferencia o cambio de control* de una empresa o parte de ella. Dicho artículo incluye además una lista no taxativa de ciertas operaciones mediante las cuales se puede llevar a cabo estos actos de concentración, entre los que se encuentran: una fusión; la adquisición de derechos que permitan ejercer control; la constitución de empresas en común, *joint-ventures* u otros actos de contratación análoga; y la adquisición de activos productivos.

A diferencia de la LAASE, la Ley de Concentraciones sí incluye una definición de “control”, señalando en su art. 3 que es

(...) la posibilidad de ejercer una influencia decisiva y continua sobre un agente económico mediante (i) derechos de propiedad o de uso de la totalidad o de una parte de los activos de una empresa, o (ii) derechos o contratos que permitan influir de manera decisiva y continua sobre la composición, las deliberaciones o las decisiones de los órganos de una empresa, determinando directa o indirectamente la estrategia competitiva.

Asimismo, cabe señalar que ciertos precedentes emitidos por el Indecopi bajo el régimen de la Ley de Concentraciones se han reiterado las características del ejercicio y tipos de control que resultan relevantes para el análisis, desarrollados en las resoluciones emitidas bajo el régimen de la LAASE (*e.g.*, diferencia entre control exclusivo y co-control, actividades que demuestran el ejercicio de control, etc.)¹¹.

La Ley de Concentraciones incluye además una lista de operaciones que no son consideradas como actos de concentración sujetos a revisión

previa relacionadas con el crecimiento corporativo intra-grupo; el crecimiento corporativo interno en la medida que el financiamiento no sea proporcionado por un competidor; el crecimiento corporativo de un agente que no produzca efectos en los mercados dentro del Perú; el control temporal que se adquiera por mandato legal relacionado con la caducidad o denuncias de concesiones, reestructuración patrimonial, insolvencia, convenio de acreedores u otro procedimiento análogo; y, las adquisiciones temporales realizadas por entidades de crédito, financieras, de seguros o del mercado de capitales, cuya actividad ordinaria consista en la negociación y transacción de títulos, siempre que no ejerzan los derechos de voto inherentes a las acciones o participaciones adquiridas con el objeto de determinar el comportamiento competitivo del emisor (ver art. 5.2 de la Ley de Concentraciones).

Por otro lado, en relación con el criterio *cuantitativo*, el acto de concentración debe cumplir simultáneamente con los siguientes umbrales¹²:

- (i) La suma total del valor de las ventas o ingresos brutos anuales o valor de activos en el país de las empresas involucradas en la operación de concentración empresarial haya alcanzado durante el ejercicio fiscal anterior a aquel en que se notifique la operación, un valor igual o superior a 118,000 unidades impositivas tributarias (“UIT”).
- (ii) El valor de las ventas o ingresos brutos anuales o valor de activos en el país de al menos dos de las empresas involucradas en la operación de concentración empresarial hayan alcanzado, durante el ejercicio fiscal anterior a aquel en que se notifique la operación, un valor igual o superior a 18,000 UITs cada una.

Considerando que el cálculo de los umbrales se determina utilizando el valor de las ventas o ingresos anuales o valor de activos *en el país*, la Ley de Con-

11 Ver Resolución No. 087-2021/CLC-INDECOPI.

12 Al respecto, mediante Resolución No. 022-2021-CLC-INDECOPI, publicada con fecha 1 de junio de 2021 se aprobaron los lineamientos para el cálculo de umbrales de notificación. Sin perjuicio de ello, cabe señalar que la Ley de Concentraciones y su reglamento establecen que los agentes pueden solicitar voluntariamente la autorización del INDECOPI, aun cuando la operación no alcance los umbrales establecidos (ver art. 27 del reglamento de la Ley de Concentraciones). Asimismo, la Secretaría Técnica de la Comisión de Defensa de la Libre Competencia del INDECOPI podrá actuar de oficio en los casos en que haya indicios razonables para considerar que una operación de concentración puede generar posición de dominio o afecte la competencia efectiva en el mercado relevante, aun cuando la operación no alcance los umbrales, salvo por aquellas operaciones de concentración empresarial aprobadas previamente por la SBS que comprendan empresas del sistema financiero que captan depósitos del público o empresas de seguros y que, en su oportunidad, pudieron presentar riesgos relevantes e inminentes, que comprometan la solidez o estabilidad de dichos agentes económicos involucrados o de los sistemas que integran (ver art. 6.4 de la Ley de Concentraciones y 23 de su reglamento). El plazo en el que el INDECOPI puede realizar esta revisión es de un año después del cierre formal de la operación (ver art. 23.4 del reglamento de la Ley de Concentraciones).

Tabla 2

Relación de acuerdos previos en procedimientos ante el Indecopi

No.	Resolución [Régimen]	Acuerdos suscritos previamente a la solicitud ante el Indecopi
1	025-2022/CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contratos de compraventa y transferencia de posesión suscritos entre Centro Logístico y de Fabricación S.A.C. ("CLF") y Ferreycorp S.A.A. para la adquisición de un terreno. Los efectos de los contratos se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi.
2	21-2022/CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contrato de compraventa de acciones suscrito entre Intercorp Financial Services Inc. ("Intercorp") y Scotiabank Perú S.A.A. para la adquisición por parte de Intercorp del 50% de acciones emitidas por Procesos de Medios de Pago S.A.C., con lo cual se pasaría de un esquema de control conjunto a uno de control exclusivo. Los efectos del contrato se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi. ¹³
3	017-2022/CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contrato de compraventa de acciones suscrito entre Norcobre S.A.C. ("Norcobre") y Empresa Minera Los Quenuales S.A. para la adquisición por parte de Norcobre del 100% de las acciones emitidas por Contonga Minería S.A.C. Si bien en la resolución no se hace referencia al tipo específico de acuerdo, razonablemente se puede concluir que los efectos del mismo no se perfeccionarían antes de la autorización del Indecopi, motivo por el que la operación fue autorizada sin condiciones.
4	007-2022-CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contrato de compraventa de acciones y activos suscrito entre FLS Germany Holding GmbH ("FLS") y TK Industrial para la adquisición por parte de FLS del 100% de acciones emitidas por Thyssenkrupp Mining Technologies GmbH, y de determinados activos. Los efectos del contrato se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi.
5	003-2022-CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contrato de compraventa suscrito entre APMH Invest XXVIII AB ("APMH") y una parte vendedora de carácter confidencial para la adquisición por parte de APMH del 100% de las acciones emitidas por Unilabs Holding AB y de manera indirecta de ciertas empresas subsidiarias. Si bien en la resolución no se hace referencia al tipo específico de acuerdo, razonablemente se puede concluir que los efectos del mismo no se perfeccionarían antes de la autorización del Indecopi, motivo por el que la operación fue autorizada sin condiciones.
6	098-2021/CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Contrato de compraventa suscrito entre Vinci S.A. ("Vinci") y ACS Servicios Comunicaciones y Energía S.A. para la adquisición directa por parte de Vinci del 100% de acciones emitidas por Cobra Servicios, Comunicaciones y Energía S.L.U. ("Cobra") e indirecta de control sobre ciertas empresas controladas por Cobra que operan en Perú. Los efectos del contrato se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi.
7	087-2021/CLC-INDECOPI [Ley de Concentraciones]	Acuerdo suscrito entre Patagonia Holdco LLC ("Patagonia") y Level 3 Financing Inc. y Level 3 Communications LLC, para la adquisición directa por parte de Patagonia del 100% de acciones emitidas por Level 3 GC Limited, CenturyLink Latin America Solutions LLC y Global Crossing Americas Solutions LLC; y, de manera indirecta del 100% de acciones emitidas por CenturyLink Perú S.A., entre otras sociedades. Si bien en la resolución no se hace referencia al tipo específico de acuerdo, razonablemente se puede concluir que los efectos del mismo no se perfeccionarían antes de la autorización del Indecopi, motivo por el que la operación fue autorizada sin condiciones.
8	007-2020/CLC-INDECOPI [LAASE]	Acuerdo de Compraventa de Acciones suscrito entre China Yangtze Power International Co. ("CYPI") y Sempra Energy International Holdings N.V. para la adquisición indirecta por parte de CYPI del 81.8% de las acciones emitidas por Luz del Sur S.A.A. Los efectos del contrato se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi.
9	019-2019/CLC-INDECOPI [LAASE]	Acuerdo para el lanzamiento por parte de Grupo Energía Bogotá E.S.P. S.A. de una Oferta Pública de Adquisición en la Bolsa de Valores de Lima para la adquisición del 100% de acciones de Dunas Energía S.A.A y el consecuente control indirecto sobre Electro Dunas S.A.A. El lanzamiento de la oferta estaba sujeto al cumplimiento de ciertas condiciones precedentes incluyendo la obtención de la autorización del Indecopi o de la declaración de improcedencia de la solicitud.

¹³ Según el hecho de importancia reportado por Scotiabank Perú S.A.A. a la SMV el 13 de abril de 2022, mediante el cual se comunica el cierre de la operación, se indica que los efectos de la misma se estaban sujetos al cumplimiento de ciertas condiciones precedentes, incluyendo a la autorización del Indecopi.



10	007-2019/CLC-INDECOPI [LAASE]	Contrato de compraventa de acciones suscrito entre Nautilus Inkia Holdings LLC ("Nautilus") y Energía del Pacífico S.A. para la adquisición por parte de Nautilus del 25.16% de acciones emitidas por Kallpa Generación S.A. y Samay I S.A., que incluía un esquema de propiedad interino entre el cierre y la autorización del Indecopi.
11	027-2018/CLC-INDECOPI [LAASE]	Contrato de compraventa de acciones suscrito entre Nautilus Inkia Holdings LLC ("Nautilus") e Inkia Energy Ltd. para la adquisición por parte de Nautilus del 74.84% de acciones emitidas por Kallpa Generación S.A. y Samay I S.A., que incluía un esquema de propiedad interino entre el cierre y la autorización del Indecopi.
12	01-2018/CLC-INDECOPI [LAASE]	Contrato de compraventa de acciones suscrito entre ATN S.A. ("ATN") y los accionistas de Hidrocañete S.A. para la adquisición por parte de ATN del 100% de las acciones emitidas por Hidrocañete S.A. Los efectos del contrato se encontraban sujetos a la obtención de la autorización del Indecopi.
13	038-2017/CLC-INDECOPI [LAASE]	Contrato de préstamo con opción de transferencia de acciones suscrito por Isolux y Birchwood Renewables Ltd ("Birchwood"), mediante el cual esta última podría adquirir indirectamente el 51% de las sociedades peruanas GTS Majes y GTS Repartición. El acuerdo fue cedido por Birchwood a su vinculada Cube Renewables Iberia S.L.U e incluía un mecanismo mediante el cual los derechos de voto de las acciones de GTS Majes y GTS Repartición serían transferidos al comprador solamente después de la obtención de la autorización del Indecopi.

Fuente: elaboración propia con información pública proporcionada por el Indecopi a agosto 2022.

centraciones deja afuera de su ámbito de aplicación las operaciones que impliquen la primera inversión en el país de un agente (*first landing*).

El incumplimiento del régimen de la Ley de Concentraciones puede implicar la incurrencia de infracciones leves, graves o muy graves y la imposición de multas de hasta 1,000 UITs. Asimismo, el art. 10 de la Ley de Concentraciones establece que las operaciones que deben ser sometidas a la autorización previa del Indecopi no surten efectos jurídicos antes de la aplicación del silencio administrativo positivo o la autorización expresa.

Por su parte, el numeral (iii) del art. 9.1 del reglamento de la Ley de Concentraciones establece que la solicitud de autorización previa de operaciones debe ir acompañada de:

1. Copia de la versión definitiva o más reciente del acuerdo o contrato suscrito sobre la operación de concentración. **De no haberse suscrito aún un acuerdo o contrato sobre la operación de concentración, remitir aquellos documentos que den cuenta de la intención real y sería de los agentes económicos de perfeccionar la operación, tales como memorándums de entendimiento o carta de intenciones.**

2. Copia de las actas de las sesiones de los órganos de dirección y administración de las empresas involucradas donde se haya discutido sobre la operación de concentración empresarial, los motivos de su celebración y sus efectos.

(...) [Énfasis propio.]

De esta forma, se advierte que la Ley de Concentraciones reconoce que antes de realizar la solicitud de concentración debe haber necesariamente acuerdos previos entre potenciales compradores y vendedores (acuerdos preparatorios o definitivos sujetos a condiciones), pero que, en cualquier caso, los efectos de la operación de concentración deben estar condicionados a la obtención de la autorización del Indecopi. De hecho, en los últimos 5 años –tanto bajo el ámbito de aplicación de la Ley de Concentraciones como de la LAASE– las solicitudes presentadas al Indecopi para revisión, salvo por un caso en el que el comprador pretendía adquirir control mediante ofertas públicas de adquisición en la Bolsa de Valores Colombiana dirigidas a un grupo indeterminado de accionistas¹⁴, han estado relacionadas a operaciones en las que existían acuerdos suscritos entre compradores y vendedores en los que: (i) la obtención de la autorización constituía una condición precedente para el cierre; o, (ii) incluían

¹⁴ Es importante notar que dentro del periodo revisado el único precedente en el que el solicitante no revela la existencia de acuerdos suscritos entre el comprador y el vendedor es la Resolución No. 005-2022/CLCINDECOPI. Dicha resolución se pronuncia sobre una operación de concentración en virtud de la cual Nugil S.A.S. solicitó la autorización del INDECOPI para adquirir control sobre Grupo Nutresa S.A. mediante una sucesión de ofertas públicas de adquisición dirigidas a diversos accionistas indeterminados a través de la Bolsa de Valores Colombiana hasta por el total de 50.56%. Cabe señalar que como resultado de las ofertas públicas de adquisición, Nugil S.A.S. no pudo obtener el control sobre la sociedad objetivo manteniéndose actualmente como el segundo accionista con mayor participación con aproximadamente 30.8%.

estructuras transitorias de dominio y/o control en virtud de contratos accesorios o complementarios mediante los cuales se difería y condicionaba la transferencia de control a favor del comprador entre el cierre y la obtención de la autorización del Indecopi (ver tabla 2).

III. Mecanismos de contratación mercantil para la transferencia de control a través del Mercado de Valores

La transferencia de control o de co-control se puede realizar utilizando múltiples mecanismos con distintos grados de sofisticación. En el presente artículo, nos centraremos en las operaciones de M&A mediante las cuales: (i) se transfiere un paquete de acciones con derecho a voto en el mercado secundario que otorga al comprador control sobre la sociedad emisora; y, (ii) dicha transferencia es realizada a través de Mecanismos Centralizados de Negociación del Mercado de Valores, en particular en Rueda de Bolsa.

El Mercado de Valores constituye un segmento del mercado financiero en el que se disponen los mecanismos automáticos, especiales y estandarizados por los que se negocian activos financieros donde destacan los valores mobiliarios¹⁵ —entre los que se encuentran las acciones con derecho a voto representativas del capital social— de forma originaria (mercado primario) o derivada (mercado secundario) (Castellares, 1998, p. 35). El mercado primario es aquel en el que se realiza la primera colocación de valores, que son adquiridos por inversionistas a cambio de una rentabilidad a través de una Oferta Pública Primaria (“OPP”) o una oferta privada. Por otro lado, el mercado secundario es aquel en que se realizan transacciones respecto de valores previamente emitidos¹⁶ (Castellares, 1998). Dichas operaciones se llevan a cabo principalmente mediante operaciones bursátiles, operaciones extrabursátiles y ofertas públicas del mercado secundario, entre las que se encuentran la Oferta Pública de Adquisición (“OPA”), la Oferta

Pública de Venta (“OPV”) y la Oferta Pública de Compra (“OPC”).

La negociación de valores a través del Mercado de Valores ocurre por excelencia utilizando Mecanismos Centralizados de Negociación. Los Mecanismos Centralizados de Negociación son aquellos que reúnen o interconectan simultáneamente a varios compradores y vendedores con el objeto de negociar valores, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva, tal como lo establece el art. 110 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Decreto Legislativo No. 861, cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF (la “LMV”). Es importante tomar en consideración que entre las características particulares de las operaciones llevadas a cabo a través de Mecanismos Centralizados de Negociación se encuentran: (i) las operaciones se realizan de forma impersonal y necesariamente a través de un intermediario autorizado por la SMV utilizando mecanismos de contratación estandarizados y automáticos; (ii) se presume el consentimiento del cónyuge en las operaciones realizadas (ver el art. 113 de la LMV); y, (iii) las operaciones son irrevindicables (ver art. 114 de la LMV) (Castellares, 1998, p. 77).

El Mecanismo Centralizado de Negociación más representativo es la Rueda de Bolsa, y las operaciones que se realizan a través de éste se denominan “operaciones bursátiles”. Las operaciones de negociación de valores mobiliarios registrados en el RPMV y en una Bolsa de Valores que se llevan a cabo fuera de la Rueda de Bolsa se denominan “operaciones extrabursátiles” (Rocca, 2019, p. 23). Una de las características de la negociación de valores en Rueda de Bolsa es que las modalidades de negociación se encuentran predeterminadas. El Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, aprobado por la Resolución CONASEV No. 021-1999-EF/94.10 (el “Reglamento de Operaciones en Rueda”), contempla la existencia de dos modalidades de negociación¹⁷:

15 Los activos financieros principales que pueden ser transados en el Mercado de Valores son los valores mobiliarios. Los valores mobiliarios son aquellos emitidos en forma masiva, libremente negociables y que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o en la participación del capital, patrimonio o utilidades del emisor (ver art. 225 de la LTV y el art. 3 de la LMV).

16 Ídem.

17 Es importante notar que el acto de “negociar” un valor a través de un Mecanismo Centralizado de Negociación implica la transferencia efectiva del valor. Es decir, se entenderá que un valor ha sido “negociado” a través de un Mecanismo Centralizado de Negociación si es que se ha concluido, necesariamente, con su transferencia, de forma tal que los actos o acuerdos previos por sí solos no constituyen en estricto actos de “negociación” de valores en un Mecanismo Centralizado de Negociación. Ello se desprende razonablemente de la naturaleza particular de las transferencias automáticas y estandarizadas que se llevan a cabo en el Mercado de Valores; y, del texto y la *ratio legis* de la regulación de la LMV y normas reglamentarias.



Artículo 6.- Modalidades de negociación

a) Negociación Continua: Es aquella en la que las propuestas y operaciones se efectúan de manera ininterrumpida, por aplicación automática o por aplicación automática especial. En esta modalidad se transan valores del mercado secundario.

b) Negociación Periódica: Es aquella en la que las propuestas son agrupadas por intervalos de tiempo, luego de los cuales se produce la aplicación automática según los criterios establecidos previamente por el Directorio. Bajo esta modalidad se efectúan colocaciones primarias, secundarias y operaciones del mercado secundario.

Según lo dispuesto por el glosario de términos del Reglamento de Operaciones en Rueda, una “*propuesta*” es la oferta obligatoria de compra o venta planteada por una SAB al mercado a través de los sistemas de negociación (en cumplimiento de los órdenes presentadas por sus clientes); una “*operación*” es una transacción con valores realizados en sesión de rueda, que resulta de la aplicación de una propuesta de compra y venta; y, “*aplicación automática*” es la coincidencia automática de propuestas en el sistema administrado por la BVL para los efectos. Dependiendo de si se trata de una modalidad de negociación continua (compraventas bursátiles) o periódica (OPP, OPA, OPV y OPC), la asignación de operaciones podría ser ininterrumpida o agrupada por periodos de tiempo.

Para participar en la Rueda de Bolsa, es necesario que los valores se encuentren desmaterializados y registrados en:

- (i) Una Institución de Compensación y Liquidación de Valores (“ICLV”) (ver art. 218 de la LMV). Actualmente, la única ICLV es Cavalí ICLV, la cual tiene como objeto principal el registro, custodia, compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados autorizados por la SMV (ver art. 223 de la LMV).
- (ii) El RPMV, que es aquel llevado por la SMV en el cual se inscriben los valores, los progra-

mas de emisión de valores, los fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del Mercado de Valores que señalen la presente ley y los respectivos reglamentos, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado (ver art. 13 y 14 de la LMV).

- (iii) La Bolsa de Valores que administra la Rueda de Bolsa correspondiente. Actualmente, la única Bolsa de Valores es la BVL.

Así, la transferencia de control a través del mercado secundario del Mercado de Valores sobre una sociedad con acciones listadas utilizando Mecanismos Centralizados de Negociación en las que centraremos el presente artículo son:

- (i) Compraventas bursátiles de acciones al contado¹⁸.
- (ii) Ofertas públicas de acciones del mercado secundario.

Los actos para perfeccionar una compraventa bursátil inician cuando un inversionista presenta una *propuesta* ante una Sociedad Agente de Bolsa (“SAB”), intermediario autorizado por la SMV con la que el inversionista tiene una relación de comisión bursátil. A través de las propuestas, los clientes otorgan un mandato a su agente de intermediación (la SAB) para realizar ciertas operaciones de compra o venta en su beneficio (ver art. 175 de la LMV). En ejecución de esa orden, la SAB ingresa al sistema electrónico de la Bolsa la *propuesta*, indicando el tipo de valor, la cantidad y el precio. Una vez presentada la *propuesta*, ésta será contrastada automáticamente con las demás propuestas vigentes en el mercado utilizando los sistemas centralizados puestos a disposición por la Bolsa determinada. De existir coincidencia de propuestas, ocurrirá la *aplicación automática* de la *operación* en el sistema de la BVL¹⁹ (operación que como vimos, es irrevindicable). Como constancia de la operación, la SAB emitirá a sus clientes una *póliza* (ver art. 175 de la LMV). Finalmente,

18 De conformidad con lo establecido por el art. 15 del Reglamento de Operaciones en Rueda, las operaciones al contado son aquellas que resulta de la aplicación automática de propuestas de compra o de venta de una cantidad de valores a un precio determinado, para ser liquidada en el plazo fijado por el Directorio, el que no podrá exceder de 2 días, las que pueden ser realizadas mediante negociación directa o periódica.

Por otro lado, de conformidad con lo establecido por el art. 29 del mismo reglamento, las operaciones a plazo son aquellas en la que la liquidación se efectuará en un plazo mayor al establecido para las operaciones al contado, el que no podrá exceder de 360 días calendario. Estas operaciones se realizarán bajo la modalidad de negociación continua con observancia del procedimiento que establezca el Directorio de la BVL mediante disposiciones complementarias (e.g., ventas “descubiertas”).

19 Actualmente la BVL utiliza el Sistema Millenium.

se procederá con la liquidación de la operación a través de Cavali ICLV. Actualmente la liquidación ocurre 2 días rueda después (T+2) de la aplicación automática.

Por su parte, las compraventas extrabursátiles de valores registrados en el RPMV y en una Bolsa de Valores se encuentran reguladas por las Normas aplicables a la negociación fuera de Rueda de Bolsa, aprobadas por Resolución CONASEV No. 027-95-EF-94/10.0 (el “Reglamento de Negociación Extrabursátil”). Este tipo de operaciones no se lleva a cabo a través de la Rueda de Bolsa; sin embargo, también requieren de la participación de las SAB de los interesados, quienes reciben las órdenes de compra y venta correspondientes e informan diariamente a las Bolsas de Valores respectivas sobre las operaciones realizadas, y, en algunos casos, inclusive deben dar aviso con anticipación a la realización de la operación (ver artículo 5 y 7 del Reglamento de Negociación Extrabursátil).

Respecto al momento en que se transfiere la propiedad, el artículo 29.2 de la Ley de Títulos Valores, aprobada por la Ley No. 27287 (la “LTV”), establece que para que la transferencia de un título valor nominativo²⁰, como lo son los valores mobiliarios, surta efectos se debe anotar en el libro de matrícula correspondiente o, de tratarse de un valor desmaterializado, en la ICLV. Por su parte, el artículo 213 de la LMV establece que la transmisión de los valores representados por anotaciones en cuenta opera por transferencia contable y que la inscripción a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos y es oponible a terceros desde el momento en que se efectúa.

Para el caso de las acciones inscritas en la BVL, el Reglamento de Operaciones BVL establece que la liquidación de las operaciones realizadas mediante las modalidades de negociación en Rueda de Bolsa estará a cargo de la ICLV correspondiente y que la transferencia de propiedad de los valores objeto de una operación en Bolsa se produce, tratándose de valores representados por anotaciones en cuenta en la ICLV, con la correspondiente inscripción a favor del adquirente en el registro de dicha institución en el día de su liquidación (ver art. 11 y 12 del Reglamento de Operaciones en Rueda). Es

importante notar que, en esa línea, el artículo 215 de la LMV establece que la información contenida en el Registro Contable de la ICLV prevalece respecto de cualquier otra contenida en la matrícula u otro registro.

Considerando lo anterior, se concluye que para que la transferencia de propiedad de los valores mobiliarios desmaterializados inscritos en el RPMV y en la BVL surta efectos se debe cumplir con lo siguiente:

Tabla 3
Transferencia de propiedad

Operaciones bursátiles (compraventas y ofertas públicas)	Operaciones extrabursátiles
Inscripción en Cavali ICLV de la adquisición a favor del adquirente (art. 12 del Reglamento de Operaciones BVL).	Inscripción en Cavali ICLV de la adquisición a favor del adquirente (art. 29.2 de la LTV).

Fuente: elaboración propia.

Finalmente, de conformidad con lo establecido por el artículo 4 de la LMV, una Oferta Pública es la invitación formulada por una o más personas naturales o jurídicas que ha sido adecuadamente difundida al público general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios a través del Mercado de Valores y bajo la supervisión de la SMV.

Las Ofertas Públicas pueden llevarse a cabo en el mercado primario o el mercado secundario, dependiendo de si se trate de la emisión de nuevos valores o de la oferta respecto a valores previamente emitidos. Las Oferta Pública del mercado primario es la OPP. Por otro lado, las Ofertas Públicas del mercado secundario son la OPA, la OPC y la OPV. La participación del ofertante y de los aceptantes de las ofertas públicas del mercado primario y secundario requieren necesariamente de la intermediación de una SAB.

Las aceptaciones de las Ofertas Públicas del mercado secundario son procesadas y adjudicadas, y de ser el caso prorrateadas, a través de la Rueda de Bolsa utilizando sistemas automatizados cuyos resultados son públicos.

20 De conformidad con lo establecido por el art. 29.1 de la LTV, un título valor nominativo es aquel emitido en favor o a nombre de persona determinada, quien es su titular. Se transmite por cesión de derechos. Estos títulos carecen de la cláusula “a la orden” y si se consigna no lo convierte en título valor endosable.



IV. Obtención de aprobación del Indecopi en las transferencias de control realizadas en Rueda de Bolsa

La obtención de la autorización previa de parte de la autoridad de competencia *necesariamente* debe cumplirse entre la firma del contrato —o acuerdo preliminar que de cuenta de la intención real y sería de los agentes de realizar la operación— y el momento en el que el comprador adquiere control efectivo sobre la sociedad o activo objetivo. Tal como hemos visto en los precedentes del Indecopi, los mecanismos más utilizados para dichos efectos son: (i) establecer la obtención de la autorización como una *condición precedente* del comprador para el cierre de la operación de M&A; esto es, como una condición a cargo del comprador que debe cumplirse entre la firma del contrato y el momento en el que se perfeccionan los efectos de la operación; o, (ii) utilizando una estructura transitoria de dominio y/o control temporal con el que se difiere y condiciona la obtención de control efectivo por el comprador, inclusive después del cierre de la operación, hasta que el comprador obtenga la autorización del Indecopi.

Bajo esta premisa, a continuación se analiza el uso de estos esquemas en las operaciones que se llevan a cabo a través de Rueda de Bolsa de la BVL, según la información pública revelada al mercado de transacciones de M&A y los pronunciamientos de la SMV y otras autoridades administrativas:

a) Compraventa bursátil de acciones:

De la revisión de la información pública de operaciones de compraventa bursátil de los últimos 12 años en los que se ha transferido control de empresas listadas en la BVL, se advierte que los agentes han utilizado como mecanismo ordinario la suscripción de contratos de compraventa en los que, como condición precedente para el cierre, se ha incluido la obligación del comprador de obtener las autorizaciones gubernamentales necesarias antes de realizar el cruce en la BVL.

Si bien en las operaciones identificadas la autorización requerida no era la del Indecopi, sino de

la Superintendencia de Banca Seguros y AFPs (la “SBS”) para adquirir un porcentaje de acciones mayor al 10% de empresas supervisadas por esta entidad, la forma en la que se estructuró la transacción es útil para analizar las transferencias de control a través de Rueda de Bolsa obteniendo la autorización previa del Indecopi. Así, para poder cumplir con la obtención de la autorización del Indecopi en una compraventa bursátil, el comprador y vendedor deben suscribir un contrato en el que se incluye como condición precedente para el cierre a cargo del comprador la tramitación y obtención de la autorización correspondiente. Es recomendable, además, que el acuerdo regule las consecuencias de los distintos escenarios posibles: (i) que la autorización sea otorgada sin condiciones; (ii) que la autorización sea otorgada con condiciones; o, (iii) que la autorización no sea otorgada por causas no atribuibles al comprador.

La mecánica del contrato debe establecer que, luego de completar con todas las condiciones precedentes, las partes tienen la obligación de presentar a una SAB una o varias *propuestas* coincidentes (órdenes de compra y venta con iguales términos) para que sean procesadas de forma automática en el sistema de la BVL. Sin embargo, es importante notar que este mecanismo de “propuestas cruzadas”²¹ presenta el riesgo operativo de que ingresen al sistema propuestas de terceros con mejores condiciones para el vendedor, de forma tal que la aplicación automática ocurra con la propuesta del tercero y no con la del comprador. El cierre de la operación utilizando este tipo de acuerdos debe ocurrir con la *aplicación automática* y liquidación de la operación en Cavali ICLV.

Un ejemplo de uso de este tipo de mecanismos fue el utilizado en la operación por la cual Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente S.A.A. (“Caja Nuestra Gente”) adquirió el 62.36% de Financiera Confianza S.A. (“Financiera Confianza”): según el hecho de importancia²² reportado por Caja Nuestra Gente con fecha 22 de diciembre de 2010, el contrato de compraventa correspondiente fue suscrito con fecha 21 de diciembre de 2010 el cual incluyó como condición precedente, entre otras, la obtención de la autorización de la SBS. Poste-

21 La doctrina denomina “propuestas cruzadas” al esquema por el cual “(...) un mismo agente manifiesta una orden de venta de valores coincidente de manera exacta con otra de compra (...) estas propuestas tienen la posibilidad de ser atacadas durante un lapso de tiempo realizando nuevas propuestas que mejoran precio (...)” (Cfr. Castellares, R. [et al.] (1998). Op. Cit. pp. 88).

22 Las referencias a “hechos de importancia” son aquellos divulgados al mercado por emisores con valores registrados en el RPMV regulados por el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado mediante Resolución SMV No. 005-2014-SMV/01. Todos los hechos de importancia a los que se hace referencia en el presente artículo se encuentran disponibles en la web de la SMV: <https://www.smv.gob.pe/>

riormente, con fecha 4 de marzo de 2011, Caja Confianza informó como hecho de importancia que el día anterior había tomado conocimiento de la resolución emitida por la SBS que autorizaba la adquisición por parte de Caja Nuestra Gente. Finalmente, con fecha 15 de abril de 2011, Caja Nuestra Gente reportó como hecho de importancia la adquisición de un paquete de acciones emitidas por Financiera Confianza –de distintas clases– equivalente al 64.54% de acciones con derecho a voto y del 62.36% total del capital social. Según la información del boletín diario de la BVL de dicha fecha, se confirma que la venta de acciones ocurrió al contado en Rueda de Bolsa.

Asimismo, podemos mencionar la operación de Compartamos S.A.B. de C.V. (“Compartamos”) para la adquisición del 82.70% de Financiera Crear S.A. (“Crear”): según lo reportado por Crear como hecho de importancia del 28 de marzo de 2011, ese día los accionistas controladores de Crear y Compartamos suscribieron un contrato de compraventa de acciones, en el que la transferencia de acciones estaría sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones precedentes, entre las que se incluyó la obtención de la autorización previa de la SBS. Posteriormente, mediante hecho de importancia del 16 de junio de 2011, Crear comunicó la obtención de la autorización emitida por la SBS; y, con fecha 17 de junio de 2011, Crear informó como hecho de importancia que el cierre de la operación había ocurrido el día anterior. Según la información del boletín diario de la BVL del 16 de junio de 2011, se confirma que la venta de acciones ocurrió al contado en Rueda de Bolsa.

En esa misma línea, otra operación similar fue la adquisición del 60.68% de MiBanco Banco de la Microempresa S.A. (“MiBanco”) por parte de Empresa Financiera Edyficar S.A. (“Edyficar”): mediante hecho de importancia del 10 de febrero de 2014, Credicorp Ltd., empresa vinculada a Edyficar, informó sobre la suscripción de un contrato de compraventa de acciones que se encontraba sujeta a diversas condiciones precedentes, entre las que se encontraba la autorización de la SBS. Posteriormente, mediante hecho de importancia del 13 de marzo de 2014, Mibanco informó sobre la obtención de la autorización de la SBS. Finalmente, el cruce en Rueda de Bolsa ocurrió el 20 de marzo de 2014, como se puede notar del boletín diario de la BVL de ese día.

También podemos mencionar el acuerdo para la adquisición, directa e indirecta, del 100% de Seguros Sura S.A. y de Hipotecaria Sura Empresa Administradora Hipotecaria S.A. por parte de Sura Asset Management, Sura Asset Management Perú S.A. y con el Grupo Wiese: mediante hecho de importancia del 31 de mayo de 2017, Intercorp Financial Services (“Intercorp”) informó como hecho de importancia la aprobación por parte de su Junta Directiva para la suscripción del acuerdo de compraventa de acciones, señalando que la operación estaba sujeta a la obtención de la autorización de la SBS. Posteriormente, con fecha 31 de octubre del 2017 Intercorp informó como hecho de importancia algunos aspectos complementarios de la operación. Finalmente, con fecha 2 de noviembre de 2017, Intercorp informó como hecho de importancia la adquisición de paquetes de acciones que representan el 60.10% de Seguros Sura S.A. y el 70% de Hipotecaria Sura Empresa Administradora Hipotecaria S.A. Según el boletín diario de la BVL de dicha fecha, se confirma que la venta de acciones ocurrió al contado en Rueda de Bolsa.

De esta manera, se advierte que los usos y costumbres del mercado demuestran que las ventas de control en el Mercado de Valores utilizan acuerdos en los que las órdenes de compra y venta son procesadas por las SABs participantes luego del cumplimiento de las condiciones precedentes para el cierre, entre las que se incluye la obtención de autorizaciones gubernamentales. Ello además permite maximizar el valor de las operaciones, en la medida que: (i) el contrato es un mecanismo para administrar la relación entre las partes, las declaraciones y garantías aplicables, la asignación de riesgos de la operación y las obligaciones post-cierre; y, (ii) los promedios de negociación diarios de instrumentos de renta variable en la BVL son relativamente bajos²³ por lo que vender porcentajes de control sobre empresas listadas sin acuerdos previos entre compradores y vendedores resultaría improbable.

Por otro lado, a la fecha no existen precedentes públicos de operaciones de compraventa bursátil a través del Mercado de Valores en los que se haya utilizado una estructura transitoria de dominio y/o control temporal del activo materia de la transacción con el objetivo de obtener autorizaciones gubernamentales previas luego del cierre de la transacción, pero antes de la obtención efectiva de control por parte del comprador.

23 Según la información estadística de la BVL, en el año 2014 el promedio de negociación diario fue de USD 15.27 MM; en el 2015 fue de USD 7.66 MM; en el 2016 fue de USD 10.66; en el 2017 fue de USD 25.07 MM; en el 2018 fue de USD 13.52 MM; y, en el 2019 fue de USD 14.41 MM. Esta información está disponible en: https://documents.bvl.com.pe/estadist/dat_infostat.pdf



b) OPAs y OPCs:

Las OPAs se encuentran reguladas por la LMV y por el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución CONASEV No. 009-2006-EF/94.10 (el “ROPA”). La OPA es una Oferta Pública del mercado secundario en virtud de la cual el ofertante ofrece –irrevocablemente– adquirir una cantidad de acciones de una sociedad con valores registrados en el RPMV por un precio determinado. La contraprestación ofrecida debe ser cualitativa y cuantitativamente igual para todos los destinatarios de la oferta (ver art. 18 del ROPA).

La OPA inicia su vigencia al día rueda siguiente de la comunicación de su lanzamiento (ver art. 12 del ROPA). Durante el periodo de vigencia (que no podrá ser menor a 20 días rueda), los accionistas de la sociedad objetivo podrán presentar aceptaciones de la oferta, a través de sus SABs, las cuales son revocables en cualquier momento durante la vigencia de la OPA (ver art. 26 del ROPA). Al día rueda siguiente del plazo máximo para aceptar la OPA se produce la adjudicación automática de esta (ver art. 29 del ROPA) y luego su liquidación siguiendo el régimen aplicable a las operaciones en Rueda de Bolsa (ver art. 30 del ROPA). Cuando el número total de acciones en las declaraciones de aceptación de la OPA supera el límite máximo de la oferta, la adjudicación se realiza a prorrata entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación. En este caso, el ofertante puede adquirir parcial o totalmente los valores que exceden dicho límite (ver art. 27 del ROPA). En cualquier caso, las transferencias de acciones como consecuencia de la OPA se registran como operaciones en Rueda de Bolsa sin establecer cotización (ver art. 28 del ROPA).

Cabe señalar que el ROPA permite el lanzamiento de OPAs competidoras respecto de una OPA original. Las OPAs competidoras pueden lanzarse como máximo dentro de los 10 días rueda de iniciada la vigencia de la OPA original (ver art. 24 del ROPA). Los destinatarios de la OPA original y

competidora tienen la prerrogativa y discrecionalidad de elegir cualquiera de las ofertas que compiten entre sí; es decir, no están *obligados* a elegir aquella con mejor precio.

El ROPA regula los casos en los que las OPAs son obligatorias y voluntarias, así como los casos en los que deberán ser lanzadas previa o posteriormente a la adquisición de *participación significativa*²⁴ en la sociedad objetivo. Asimismo, el art. 12 del ROPA señala expresamente que entre los requisitos a ser presentados por el ofertante de la OPA –en todos los casos– se debe incluir las *autorizaciones administrativas* que requiera la adquisición.

Adicionalmente, el ROPA reconoce la posibilidad que el ofertante y los accionistas de la sociedad objetivo suscriban acuerdos previos al lanzamiento de la OPA:

- (i) De parte de la sociedad objetivo, existe la obligación de incluir en el informe que el directorio debe presentar dentro de los 7 días de iniciada la vigencia de la OPA sobre las ventajas y desventajas de la oferta “[l]a información relativa a la existencia de algún acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los miembros de sus órganos de administración y/o los accionistas de la sociedad objetivo” (ver art. 15.a del ROPA).
- (ii) De parte del ofertante, existe la obligación de incluir en el prospecto informativo de la OPA, como parte de la información del ofertante, los acuerdos con los accionistas de la sociedad objetivo, y/o vinculados, “(…) que pueden influir en las decisiones de los potenciales aceptantes, incluyendo una declaración expresa del primero indicando que no se han efectuado ni se efectuarán pagos, retribuciones, donaciones o contraprestaciones de cualquier tipo o por cualquier concepto a favor de cualquiera de dichos titulares o sus vinculados, distintas a la contraprestación ofrecida en la OPA” (ver sección I.f del Anexo II del ROPA).

24 De conformidad con lo establecido por el art. 1 del ROPA, se considera participación significativa “(…) *toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa. También se considera participación significativa la facultad que posee una persona o grupo de personas de, sin tener propiedad directa o indirecta, ejercer el derecho a voto de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos últimos supuestos le permita: i) remover, o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad;*”

De la revisión de la información pública correspondiente²⁵ a las OPAs *previas* lanzadas en la BVL en los últimos 10 años, se advierte que, en los casos en los que fue necesario la obtención de autorizaciones previas de autoridades gubernamentales,

el ofertante suscribió acuerdos con uno o varios accionistas de la sociedad objetivo previamente al lanzamiento de la OPA:

[Resto de la página dejado intencionalmente en blanco.]

25 Disponible en la web de la SMV.



Tabla 4
Descripción de OPAs previas en las que se requirió autorizaciones gubernamentales previas

Ofertante	Sociedad objetivo	Lanzamiento de la OPA	Adjudicación de la OPA	% del capital social de la sociedad objetivo adjudicado	Autoridad gubernamental previa solicitada	Acuerdos previos al lanzamiento de la OPA entre ofertante revelados en el prospecto
Grupo Energía Bogotá E.S.P. S.A. ("GEB")	Dunas Energía S.A.A. ("DESAA")	5 de julio de 2019	7 de agosto de 2019	100%	Autorización de control de concentraciones del Indecopi. Dicha entidad declaró impropedente la solicitud mediante Resolución No. 019-2019/CLC-INDECOP del 21 de junio de 2019, toda vez que la operación no calificaba como "acto de concentración" revisable según la LAASE.	Se reveló la suscripción de un <i>Tender Offer Support Agreement</i> ("TOSA") entre GEB y Electro Dunas Cayman Holdings Ltd. ("EDCH"), accionista controlador al 99.99%, con fecha 19 de febrero de 2019, en virtud del cual GEB lanzaría la OPA y EDCH la aceptaría siempre siempre que se cumpliera con determinados requisitos y condiciones contemplados en dicho documento, entre las que se encuentran la obtención de GEB de la autorización - o declaración de improcedencia - de la notificación de concentración ante el Indecopi.
FID Perú S.A. ("FID")	La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.A.	16 de noviembre de 2018	2 de enero de 2019	51%	Autorización de la SBS, la cual fue otorgada mediante Resolución SBS No. 3893-2018 del 3 de octubre de 2018, antes del lanzamiento de la OPA.	Elo, sin perjuicio que, al amparo del TOSA, EDCH se reservó el derecho de aceptar ofertas competidoras, en caso estas se presenten, al amparo del ROPA, estableciéndose como causal de terminación del TOSA la aceptación por parte de EDCH de una oferta competidora realizada por un tercero para la adquisición de las acciones de DESAA. Se reveló un acuerdo de FID con 21 accionistas de la sociedad objetivo, que en conjunto sumaban el 59.50% del capital social (los "Accionistas Mayoritarios"), con fecha 5 de marzo de 2018, que incluye los términos del lanzamiento de la OPA para la adquisición del 51% de la sociedad objetivo. Bajo dicho acuerdo, los accionistas antes mencionados se obligaron a vender en el marco de la OPA un porcentaje de acciones tal que le permita al ofertante alcanzar el 51% de la sociedad objetivo. Es importante considerar que se daría preferencia a la adquisición de las acciones de los accionistas minoritarios y que los Accionistas Mayoritarios venderían a prorrata la diferencia. Asimismo, se reveló que dicho acuerdo tenía representaciones y garantías y obligaciones de indemnización a favor del ofertante. Adicionalmente, se reveló la existencia de un <i>Escrow Agreement</i> , un <i>Shareholders Agreement</i> y un Contrato de Opción.

Fuente: elaboración propia con información pública disponible en la web de la SMV.

[Resto de la página dejado intencionalmente en blanco.]

Considerando lo anterior, se advierte que en los casos en los que se requirió de autorizaciones gubernamentales previas al lanzamiento de la OPA previa para la adquisición de control al adquirente, el lanzamiento de la oferta se realizó en el marco de acuerdos previos suscritos entre el ofertante y los accionistas de la sociedad objetivo que ostentaban el control, los cuales se encuentran permitidos por el ROPA.

Ello resulta especialmente relevante considerando que en uno de los casos el Indecopi impuso una multa por el incumplimiento de la LAASE por la adjudicación y liquidación de OPAs en Chile y Estados Unidos en virtud de las cuales se realizó un acto de concentración en el sector eléctrico peruano antes de la obtención de la autorización del Indecopi respecto de las empresas Edegel S.A.A., Edelnor S.A.A., Empresa Eléctrica de Piura S.A. y Empresa Eléctrica Ventanilla S.A.²⁶

Finalmente, en relación con las OPCs, éstas tienen como propósito otorgar el derecho de separación de la sociedad a aquellos inversionistas que se consideren afectados por: (i) la decisión de la sociedad de excluir el valor del RPMV o del Mecanismo Centralizado de Negociación en donde se encuentre inscrito el valor; o, (ii) por cualquier acuerdo o decisión societaria que tenga un efecto económico igual o equivalente al de la exclusión, sin estar de acuerdo en ambos casos, con dicha decisión, o sin haber participado en ella (ver art. 31 del ROPA). Como parte de la documentación a ser presentada para el lanzamiento de una OPC también se incluyen las autorizaciones administrativas necesarias para la compra (ver art. 39 del ROPA). No obstante, cabe señalar que la naturaleza de las OPCs no es la de un mecanismo diseñado para adquirir control, por lo que no nos detendremos en realizar mayor análisis.

c) OPVs:

Las OPVs son ofertas del mercado secundario lanzadas por los potenciales vendedores de acciones registradas en el RPMV y están reguladas por la Resolución CONASEV No. 141-98-EF-94.10 (el "Reglamento de OPV"). Dicha norma establece en su artículo 25.e que:

- e) Toda la información utilizada para colocar los valores debe ser incluida en el prospecto informativo y entregada a todos los inversionistas por igual.

La entrega a uno o más inversionistas de información que no esté contenida en el prospecto informativo determina la suspensión de pleno derecho de la oferta hasta que el emisor cumpla con incorporar tal información al prospecto y registrarla ante CONASEV, sin perjuicio de las sanciones que correspondan ni de la responsabilidad administrativa, civil o penal a que hubiera lugar.

Es prohibida la entrega a uno o más inversionistas de información sujeta a confidencialidad, reserva o cualquier tipo de responsabilidad en caso de divulgación. Es nulo cualquier pacto en contrario.

Considerando lo anterior, el Reglamento de OPV limita la posibilidad de suscribir acuerdos particulares entre el ofertante y posibles interesados en la medida que todos los destinatarios de la oferta deben encontrarse en igualdad de condiciones respecto de la información disponible, de forma tal que existe el riesgo que, una vez lanzada, un potencial adquirente interesado no tenga la oportunidad de solicitar las autorizaciones gubernamentales que necesita durante el periodo de vigencia de la OPV. Asimismo, cabe señalar que la adjudicación de la OPV se realizará automáticamente utilizando el criterio establecido en el prospecto (*e.g.*, subasta holandesa, americana o española), con lo cual, aun cuando los compradores y vendedores estuvieran permitidos de suscribir contratos previos particulares, el riesgo operativo de interferencia de terceros existe.

En el Perú no hay precedentes de transferencias de control a través de una OPV ni de OPVs en los que el comprador haya requerido de autorizaciones gubernamentales para cerrar la operación.

V. Consideraciones respecto de la aplicación de la Norma XVI del Título Preliminar del Código Tributario a operaciones de transferencias de control en Rueda de Bolsa en ejecución de acuerdos previos.

Los sujetos no domiciliados en el Perú para efectos tributarios deben pagar, como regla general, Impuesto a la Renta sobre la renta de fuente peruana, incluyendo aquella obtenida por la enajenación de acciones emitidas por sociedades constituidas en el Perú. Para las transferencias de acciones por porcentajes que pueden implicar

26 Ver Resolución No. 012-99-INDECOPI/CLC.



ventas de control²⁷, la tasa aplicable del impuesto sobre la ganancia de capital puede ser de 5% (ver literal h) del art. 56 de la Ley del Impuesto a la Renta y el numeral 3 del art. 30-B de su reglamento) o 30% (ver inciso j) del art. 56 de la Ley del Impuesto a la Renta y el numeral 1 del art. 30-B de su reglamento). La primera fue establecida con el objetivo de incentivar el ingreso de capital para producir mayor dinamismo en el mercado de capitales peruano a través de mayores volúmenes de negociación en el mercado secundario²⁸. En esa línea, para su aplicación es necesario que la venta de valores haya sido realizada “en el país”, para lo cual se requiere de dos requisitos: (i) que los valores estén inscritos en el RPMV; y, (ii) que sean negociados a través de un Mecanismo Centralizado de Negociación. Por su parte, la tasa del 30% sería aplicable a las demás transferencias de paquetes controladores de acciones.

Sin embargo, en mayo del 2017 se emitió la Resolución del Tribunal Fiscal No. 04234-5-2017, en virtud de la cual se confirmó la Resolución de Intendencia No. 0150140012647 del 27 de julio de 2016, mediante la cual, en virtud de los párrafos primero y último de la Norma XVI del Título Preliminar del Código Tributario, se discutió la aplicación de la tasa del 5% a un acto de enajenación de acciones a través de la Rueda de Bolsa por un sujeto no domiciliado respecto de un paquete de acciones del 49% de una sociedad listada. El Tribunal Fiscal confirmó el pronunciamiento de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (“SUNAT”), mediante el cual se aplicó la tasa del 30% en vez de la del 5% toda vez que, en opinión de la SUNAT, la venta en bolsa había sido simulada ya que la venta real se habría configurado antes del cruce en la Rueda de Bolsa en virtud de acuerdos previos entre las partes compradora y vendedora.

El presente artículo no pretende realizar un análisis pormenorizado de los hechos del caso referido en el párrafo precedente, ni de los argumentos de la autoridad y el contribuyente. No obstante, es relevante indicar que dentro de los argumentos e indicios que la SUNAT y el Tribunal Fiscal utilizaron para sustentar su posición se incluyen los siguientes:

- (i) El hecho que el comprador y vendedor hubiesen fijado de antemano –mediante un acuerdo previo a la transferencia en la BVL– quién sería el comprador y vendedor de las acciones y cuál sería el precio.
- (ii) Se otorgó la prerrogativa al comprador de decidir la fecha del cierre de la operación cruzada.

Posteriormente, mediante Decreto Supremo No. 145-2019-EF, publicado el 6 de mayo de 2019, se aprobaron los parámetros para la aplicación de la normativa antielusiva general contenida en Norma XVI y entraron en plena vigencia las facultades de recalificación de actos de la SUNAT²⁹.

Las situaciones antes descritas han originado preocupaciones en torno al riesgo de recalificación que podría existir respecto de operaciones realizadas en Rueda de Bolsa por sujetos no domiciliados, cuando las partes han celebrado acuerdos previos a la negociación en Rueda de Bolsa, siendo que una recalificación como operación fuera de Rueda de Bolsa implicaría que la tasa aplicable sería del 30% en vez del 5%. Como a la fecha no existen precedentes conocidos de decisiones de SUNAT en uso de sus nuevas facultades de recalificación de actos bajo la normativa antielusiva general de la Norma XVI, encontramos oportuno incluir un comentario sobre cómo la existencia de acuerdos entre compradores y vendedores, previos a la nego-

27 Adicionalmente, la Ley No. 30341, Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores, indica que están exoneradas del Impuesto a la Renta las transferencias de acciones, entre otros valores mobiliarios, en la medida que cumplan, entre otros requisitos: (i) que sean transferidas a través de Mecanismos Centralizados de Negociación; (ii) que en un periodo de 12 meses, el contribuyente o sus partes vinculadas no transfieran mediante una o varias operaciones simultáneas o sucesivas la propiedad de 10% de acciones emitidas por la sociedad objetivo; y, (iii) los valores tenga presencia bursátil.

28 Ver Exposición de Motivos del Decreto Legislativo No. 927, Decreto Legislativo sobre tratamiento de las Rentas de Capital.

29 La facultad de recalificación de actos de la SUNAT en virtud de la norma antielusiva general contenida en la Norma XVI del Título Preliminar del Código Tributario ha estado sujeta a los siguientes hitos:

- (i) Mediante Decreto Legislativo No. 1121, publicado el 18 de julio de 2012 se introdujo el texto actual de la Norma XVI.
- (ii) Mediante Ley No. 30230, publicada el 12 de julio de 2014, se suspendieron temporalmente los efectos de párrafos tercero al quinto de la Norma XVI, los cuales regulaban las facultades de recalificación de actos, manteniéndose únicamente vigentes los extremos de la norma que facultaban a la SUNAT actos de simulación.
- (iii) Mediante Decreto Legislativo No. 1422, publicado el 13 de septiembre de 2018, se establecieron las reglas procedimentales para la aplicación de los párrafos cuya vigencia se encontraban en suspenso de la Norma XVI.
- (iv) Mediante Decreto Supremo No. 145.2019-EF, publicado el 6 de mayo de 2019, se aprobaron los parámetros para la aplicación de la Norma XVI y entraron en plena vigencia las facultades de recalificación de actos de la SUNAT.

ciación o compraventa de acciones usando un Mecanismo Centralizado de Negociación en la BVL, no desnaturaliza de ninguna forma la operación y, por lo contrario, es la forma propia y legalmente correcta en que deben proceder cuando existe transferencia de control que debe ser previamente aprobada por Indecopi.

Efectivamente, cuando una operación de transferencia de acciones en bolsa implica cambio de la estructura de control de la sociedad emisora de las acciones materia de la compraventa y está dentro del ámbito de aplicación de la Ley de Concentraciones, además de observar la normativa sobre Ofertas Públicas materia del ROPA, se debe solicitar la autorización previa del Indecopi, para lo cual es requisito indispensable que existan acuerdos previos entre comprador y vendedor. Estos acuerdos previos deben contener suficiente detalle sobre la transacción (sus términos y condiciones), para que Indecopi pueda evaluar debidamente la operación y –de ser el caso– emitir una autorización que sea válida para los fines de aplicación de la Ley de Concentraciones³⁰.

Consecuentemente, los acuerdos entre comprador y vendedor, previos a la transferencia de acciones en bolsa, son una condición necesaria cuando se requiere la autorización previa del Indecopi bajo la Ley de Concentraciones. Dichos acuerdos pueden ser contratos preparatorios o definitivos con eficacia sujeta a condiciones, y deben contener suficiente detalle de los términos y condiciones de la operación. Así entonces, no puede concebirse que este tipo de acuerdos previos a la autorización e Indecopi y la transferencia de las acciones en bolsa, constituyan una condición *per se* de riesgo de recalificación por SUNAT bajo la referida Norma XVI, por cuanto constituyen un elemento propio, exigido por el ordenamiento jurídico, de la forma como ejecutar este tipo de transacciones. Por su puesto, lo antes afirmado no implica que otros aspectos particulares de una transacción puedan sustentar una decisión de recalificación por parte SUNAT, pero de ninguna forma la sola existencia de un acuerdo previo puede sustentar tal decisión.

VI. Conclusiones

- (i) En el Perú actualmente se encuentra vigente la Ley de Concentraciones, mediante la cual las operaciones de M&A que cumplen los

criterios cualitativos y cuantitativos deben ser previamente autorizadas por el Indecopi.

- (ii) En los últimos 5 años, las operaciones revisadas y autorizadas por Indecopi, salvo por un caso en el que el comprador pretendía adquirir control mediante ofertas públicas de adquisición en la Bolsa de Valores Colombiana dirigidas a un grupo indeterminado de accionistas, han sido estructuradas de forma tal que, en virtud de un acuerdo suscrito entre la parte compradora y vendedora: (a) se establece la obtención de la autorización del Indecopi como una condición precedente para el cierre; o, (b) se han utilizado mecanismos privados interinos de propiedad para diferir la obtención efectiva de control por parte de la compradora entre el cierre de la operación hasta la obtención de la autorización del Indecopi.
- (iii) En los últimos 12 años, las transferencias de control a través de la Rueda de Bolsa de la BVL en las que se ha requerido autorizaciones gubernamentales previas, se han estructurado de la siguiente forma: (a) para las compraventas bursátiles, utilizando contratos en los que se establece la obtención de la autorización como una condición precedente para cierre, el cual ocurre luego de la aplicación automática de propuestas cruzadas presentadas por las partes y la liquidación de la operación; y, (b) para las OPAs, utilizando acuerdo suscrito entre el ofertante con los accionistas de la sociedad objetivo en virtud del cual el ofertante debe obtener la autorización como requisito para lanzar la OPA.
- (iv) Actualmente existen grados de preocupación respecto del riesgo de recalificación de operaciones realizadas en Rueda de Bolsa en las que los compradores y vendedores suscriben contratos previos a la transferencia de acciones en bolsa. Al respecto cabe señalar que la suscripción de acuerdos previos al cruce en bolsa: (a) son necesarios para la obtención de la autorización del Indecopi; (b) se encuentran expresamente reconocidos por las normas aplicables en el caso de OPAs; (c) han sido los mecanismos utilizados de forma ordinaria en las operaciones de transferencia de control a través de compraventas bursátiles en la BVL en las que se ha necesitado aprobacio-

30 Por ejemplo, si como parte de los acuerdos entre las partes se considera una obligación de no competencia, es esencial para el análisis del INDECOPÍ sobre los potenciales efectos de la transacción en el mercado relevante el conocer en detalle los términos y condiciones de dicha obligación de no competencia.



nes gubernamentales; (d) permite maximizar el valor de la operación de compraventa en la medida que es un mecanismo eficiente para asignar riesgos entre compradores y vendedores; y, (e) son necesarios para la venta de porcentajes controladores considerando que los volúmenes de negociación diarios en la BVL de instrumentos de renta variable son relativamente bajos.

Referencias bibliográficas

- Castellares, R. [et al.] (1998). *El ABC del Mercado de Capitales*. Lima, Perú: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero.
- Indecopi. (26 de febrero de 1998). Resolución 002-1998-INDECOPI-CLC, Expediente 002-1998-CLC (Comisión de Libre Competencia).
- Indecopi. (12 de marzo de 1999). Resolución 012-1999/CLC-INDECOPI, Expediente 002-1999/CLC-003-1999/CLC (Comisión de Libre Competencia).
- Indecopi. (7 de enero de 2010). Resolución 001-2010/CLC-INDECOPI, Expediente 010-2009/CLC (Comisión de Libre Competencia).
- Indecopi. (5 de abril de 2011). Resolución 0794-2011/SC1-INDECOPI, Expediente 010-2009/CLC (Sala de Defensa de Competencia N°1).
- Indecopi. (12 de agosto de 2014). Resolución 034-2014/CLC-INDECOPI, Expediente 003-2014/CLC (Comisión de Libre Competencia). 12 de agosto de 2014.
- Indecopi. (8 de mayo de 2017) Resolución 038-2017/CLC-INDECOPI, Expediente 001-2017/CLC-CON (Comisión de Libre Competencia).
- Indecopi. (25 de abril de 2018). Resolución 027-2018/CLC-INDECOPI, Expediente 003-2017/CLC (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (27 de febrero de 2019). Resolución 007-2019/CLC-INDECOPI, Expediente 001-2018/CLC-CON (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (21 de junio de 2019). Resolución 019-2019/CLC-INDECOPI, Expediente 001-2019/CLC-CON (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (27 de marzo de 2020). Resolución 007-2020/CLC-INDECOPI, Expediente 002-2019/CLC-CON (Comisión de defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (1 de junio de 2021). Resolución 022-2021/CLC-INDECOPI (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (14 de diciembre de 2021). Resolución 087-2021/CLC-INDECOPI, Expediente 001-2021/CLC-CON (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (17 de diciembre de 2021). Resolución 098-2021/CLC-INDECOPI, Expediente 002-2021/CLC-CON (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Indecopi. (7 de abril de 2022). Resolución 021-2022/CLC-INDECOPI, Expediente 003-2022/CLC-CON (Comisión de Defensa de la Libre Competencia).
- Rocca, L. (2019). *El Mercado de Valores en Fácil*. Lima, Perú: Fondo Editorial Pontificia Universidad Católica del Perú.
- SBS. (3 de octubre de 2018). Resolución SBS N°3893-2018.