



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo<sup>(\*)</sup>

# Tres versiones de la **Oferta Pública de Adquisición**

“LA PREOCUPACIÓN POR LA IGUALDAD DE TRATO, SIN EMBARGO, NO PARECE EXPLICAR TODO EL FENÓMENO. DE HECHO, ¿ACASO EXISTE ALGUNA NORMA LEGAL O PRINCIPIO JURÍDICO SEGÚN EL CUAL UNA PERSONA “TIENE EL DERECHO” DE VENDER UN BIEN AL MISMO PRECIO AL QUE OTRA PERSONA HA VENDIDO UN BIEN IDÉNTICO ALEGANDO UN DERECHO A LA IGUALDAD DE TRATO? ¿FUNCIONA ACASO PARA TODO TIPO DE BIENES? ¿FUNCIONA PARA TODO TIPO DE VALORES MOBILIARIOS? ¿FUNCIONA, SIQUIERA, PARA TODA CLASE DE COMPRAVENTA DE ACCIONES? EN TODOS LOS CASOS, LA RESPUESTA ES NO”.

## 1. Introducción

La idea de escribir este artículo surgió cuando trabajaba en la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, CONASEV) a propósito de haberse me designado para encabezar una comisión encargada de elaborar un proyecto de reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión que reemplazara al aprobado mediante Resolución CONASEV 630-97-EF/94.10. Como es evidente, la revisión integral de una norma como esta significó repasar los casos más importantes ocurridos en el Perú, la doctrina nacional y extranjera y, finalmente, la revisión de las regulaciones existentes en los mercados desarrollados que usualmente sirven como referentes para nuestros países.

El presente artículo recoge algunas reflexiones que no tienen que ver propiamente con las materias que pueden haber sido mantenidas o cambiadas en el proyecto. Por lo tanto, este trabajo no debe entenderse como mi exposición de motivos personal respecto de la indicada norma. De hecho, una vez elaborado el proyecto y presentado al Directorio de CONASEV, importantes partes de él fueron rechazadas y diversos cambios fueron introducidos al margen de las opiniones -o, inclusive, de la participación- de la comisión originalmente encargada de elaborarlo,

---

(\*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. *Master in Law* - Columbia University (Nueva York). Asociado Senior de Estudio Ferrero Abogados. El presente artículo expresa la opinión personal del autor, que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión institucional del Estudio Ferrero Abogados.

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

por lo que mal podría comentar los motivos que llevaron al texto que fuera finalmente aprobado y publicado.

Este trabajo no pretende, en consecuencia, evaluar los diferentes detalles de la normativa ni las opciones adoptadas en el Perú respecto del funcionamiento de la Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA). Este trabajo pretende, más bien, analizar la OPA como institución.

### 2. Advertencias sobre la doctrina que trata acerca de la OPA

Las doctrinas más utilizadas en el Perú para el estudio de la OPA son la española, que constituye un referente por ser el país de donde se copió originalmente nuestra regulación de la institución, y la estadounidense, a la que se recurre por tratarse del mercado de valores más desarrollado del mundo y porque en el Perú existe una significativa influencia académica de ese país.

En la doctrina en castellano se conoce como OPA a toda oferta pública que tiene por objeto adquirir el control o participación significativa en el accionariado de una empresa<sup>(1)</sup>. Entendida de esta manera, la OPA de la doctrina castellana se parece a las *tender offers* de la doctrina estadounidense. Pese a no encontrarse definido por ninguna norma legal, para la doctrina y las Cortes de dicho país el término *tender offer* significa, básicamente, una oferta pública que tiene el propósito de adquirir el control de una empresa o de acumular grandes cantidades de acciones<sup>(2)</sup>.

No obstante, en la doctrina en castellano también se utiliza el término OPA de una manera más rigurosa para referirse únicamente al régimen legal por el cual quien desea adquirir cierto porcentaje de acciones con derecho a voto emitidas por una empresa listada se encuentra obligado a

“SI EL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE TRATO FUERA LA ÚNICA JUSTIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE OPA OBLIGATORIA, EL SISTEMA NO SOLO FUNCIONARÍA CUANDO ALGUIEN ADQUIERE PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA. POR EL CONTRARIO, FUNCIONARÍA CADA VEZ QUE UN ACCIONISTA -SIN IMPORTAR QUE SEA MAYORITARIO O MINORITARIO Y SIN IMPORTAR QUE EL ADQUIRENTE CUENTE O NO CON UNA TENENCIA PREVIA DE ACCIONES EN LA EMPRESA EMISORA- OBTIENE UN PRECIO MÁS ALTO QUE LOS DEMÁS”.

realizar una oferta a todos los accionistas. Dado que en los Estados Unidos no existe un régimen comparable a esta segunda definición, utilizar la doctrina de dicho país puede llevar a conclusiones equivocadas o, simplemente, inducir a error al lector respecto de la existencia de esta institución en otras partes del mundo.

Para evitar confusiones, tal como lo hace una buena parte de la doctrina, me referiré a este segundo concepto como “sistema de OPA

(1) Véase, por ejemplo, ARRUÑADA, Benito. *Crítica a la regulación de OPA*. En: Revista de Derecho Mercantil; y, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercados de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*.

(2) Esta es una tremenda simplificación -en relación con lo que el término implica según la doctrina y la jurisprudencia de los Estados Unidos- que me permito exclusivamente porque el objetivo de este artículo no es discutir Derecho estadounidense sino Derecho peruano. Para quien desee profundizar sobre el concepto de *tender offer* en dicha normativa, incluyendo el *test* de ocho factores de Wellman y el *test* de dos factores de S-G Securities, véanse los casos: Wellman v. Dickinson; S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Co.; Securities and Exchange Commission v. Carter Hawley Hale Stores, Inc. y Hanson Trust PLC v. SCM Corporation, así como: JENNINGS, Richard y otros. *Securities Regulation: Cases and Materials*. Octava Edición. Nueva York: Foundation Press pp. 771-790.



## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

obligatoria” (la doctrina norteamericana lo llama *mandatory bid rule*).

Mientras que la OPA, en términos latos, podría existir en todas partes del mundo -porque en todas partes las empresas podrían cambiar de manos- el sistema de OPA obligatoria no. La diferencia es fundamental y tiene consecuencias prácticas notables.

En los Estados Unidos, por ejemplo, quien desea adquirir el control de una empresa no está obligado a lanzar una oferta a todos sus accionistas. Esta persona puede, simplemente, negociar y contratar con quien ostente la posición de control que desea alcanzar. Así, el titular del 70% de las acciones representativas del capital social de una empresa listada puede, a través de una transacción privada, transferir toda su tenencia a otra persona sin necesidad de que esta última lance una oferta pública, ni antes ni después de la operación. En los países donde existe el sistema de OPA obligatoria -como España o el Perú- esta transacción no sería legal a menos que estuviera apoyada en alguna de las excepciones que las normas del sistema de OPA obligatoria suelen contemplar.

Por otro lado, existe un segundo factor que debe tomarse en cuenta al utilizar doctrina que trata del tema de las OPA, particularmente en el caso de la doctrina española. En el Perú, el concepto de OPA es más restrictivo que en España.

En efecto, en el Perú el sistema de OPA obligatoria únicamente se refiere a las situaciones en las que una persona tiene que lanzar una oferta pública con motivo de la adquisición de determinado porcentaje de las acciones con derecho a voto representativas del capital social de una empresa. Esta situación está perfectamente diferenciada de aquella oferta obligatoria que se lanza con motivo de la decisión de una empresa de excluir del mercado público los valores emitidos por ella. Esta última situación se conoce en el Perú como Oferta Pública de Compra de Valores por Exclusión (en adelante, OPC), mientras que en España se le denomina OPA de exclusión.

### 3. El principio de igualdad de trato y la cuestión de la prima de control

Aún cuando en la regulación peruana se le han ido agregando finalidades o propósitos -que mencionaré más adelante en este trabajo- el sistema de OPA obligatoria nació como institución por una preocupación por la igualdad de trato. Específicamente, la igualdad de trato en las situaciones en las que el accionista controlador de la empresa decidía transferir el íntegro de sus acciones -y, por lo tanto, el control- a otra persona. En estas circunstancias:

“(…) la doctrina comenzó a preguntarse sobre la licitud de las cesiones de control que se producían mediante la transmisión por el accionista mayoritario del paquete de control a un comprador que pagaba por ello un sobreprecio llamado prima de control. La cesión permitía disfrutar en exclusiva al accionista mayoritario de la prima<sup>(3)</sup>”.

La preocupación por la igualdad de trato, sin embargo, no parece explicar todo el fenómeno. De hecho, ¿acaso existe alguna norma legal o principio jurídico según el cual una persona “tiene el derecho” de vender un bien al mismo precio al que otra persona ha vendido un bien idéntico alegando un derecho a la igualdad de trato? ¿Funciona acaso para todo tipo de bienes? ¿Funciona para todo tipo de valores mobiliarios? ¿Funciona, siquiera, para toda clase de compraventa de acciones? En todos los casos, la respuesta es no.

Imaginemos, por ejemplo, que una persona sin ninguna tenencia previa de acciones

(3) Sobre este punto, véase DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*. Madrid: Civitas, p. 32.

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

emitidas por determinada empresa adquiere en rueda de bolsa el 0.5% de estas acciones un día a S/. 1.50 por acción y, al día siguiente, adquiere un 0.5% adicional a S/. 1.80 por acción. ¿Acaso aquellos que vendieron el primer día tendrían derecho a reclamar que se les pague la diferencia de S/. 0.30 por acción alegando que se ha vulnerado su derecho a la igualdad de trato?

Por supuesto que no tendrían tal derecho. Es más, no podrían aun si las transacciones, en lugar de ser en días sucesivos, se hubieran dado dentro de la misma sesión bursátil y no hubiera ningún hecho de importancia que explicara la variación en el precio. Sería absurdo acusar al comprador de violar el derecho al trato igualitario de los accionistas. De hecho, si la norma en el mercado fuera que todos los accionistas tienen el derecho de vender al mismo precio que otros accionistas han vendido previamente, la negociación de acciones sería imposible. Los precios nunca serían finales. El comprador no tendría manera de saber cuánto habrá de terminar pagando por las acciones que adquiera. Peor, ¿qué ocurriría si, en el ejemplo propuesto, al día subsiguiente las acciones bajaran a un precio de S/. 1.35? ¿Podría el comprador pretender que se le reembolse el precio pagado “en exceso”?

Si el principio de igualdad de trato fuera la única justificación del régimen de OPA obligatoria, el sistema no solo funcionaría cuando alguien adquiere participación significativa. Por el contrario, funcionaría cada vez que un accionista -sin importar que sea mayoritario o minoritario y sin importar que el adquirente cuente o no con una tenencia previa de acciones en la empresa emisora- obtiene un precio más alto que los demás. Incluso, si el tema fuera la igualdad de trato, debería funcionar también para bonos y cualquier otro tipo de valor mobiliario.

Existe, en consecuencia, un elemento adicional al puro y simple principio de igualdad de trato que hace que algunas personas consideren que estas situaciones -las de la adquisición de una participación significativa- deben ser reguladas especialmente.

Este elemento diferente es la noción de que en la adquisición de una participación significativa se transan no solamente las

acciones -que pertenecen cada una a su titular quien, por lo tanto, tiene todo el derecho de apropiarse exclusivamente de los beneficios que ellas le reporten- sino algo más que no pertenece solamente al titular de las acciones materia de la operación, sino también a todos los accionistas de la empresa: el control. Y si se asume que este algo llamado control pertenece a todos, necesariamente debe concluirse que es injusto que no todos se beneficien de la transferencia por igual.

## 4. Buscando la prima de control

Tal como puede apreciarse de la cita de Cárdenas Smith<sup>(4)</sup>, la doctrina define generalmente a la prima de control como un sobreprecio. Este concepto supone la existencia de un precio “normal” que sufre un recargo. Pero esta definición es, hasta cierto punto, arbitraria, pues si bien es cierto puede teorizarse acerca de los componentes que integran un precio, difícilmente puede establecerse con precisión cuáles son y cuál es la magnitud de cada uno de ellos. Incluso, en muchos casos es discutible la misma existencia de algunos componentes.

Ilustraré esta idea con el ejemplo típico que se utiliza para “demostrar” la existencia de la prima de control y justificar la necesidad del sistema de OPA obligatoria.

Imaginemos que el sistema de OPA obligatoria no existe y que la empresa Objetivo S.A. tiene sus acciones comunes listadas en una bolsa de valores. Usualmente se transan en promedio cien mil de estas acciones -que representan 1% del total de acciones comunes emitidas por la empresa- en cada sesión de rueda de bolsa y la cotización vigente al 18 de abril es de S/. 1.50 por acción.

---

(4) *Ibid.*



## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

En este contexto y en ese preciso día, una persona que desea acumular el 50% de las acciones en cuestión empieza a comprar. El precio se eleva progresivamente y, para cuando ha alcanzado su objetivo de acumular la participación de 50% que deseaba -cosa que ocurre, digamos, el día 18 de mayo- la cotización por acción ha subido a S/. 1.80. Como resulta obvio, algunas personas vendieron sus acciones a S/. 1.50 y las demás a precios sucesivamente más altos que, en el mejor de los casos, llegan a S/. 1.80.

Los partidarios del sistema de OPA obligatoria sostendrían que “evidentemente” en este caso el comprador ha pagado una prima de control que asciende a S/. 0.30 por acción, siendo el único problema que algunos recibieron este sobreprecio y otros no.

Sin embargo, junto con las adquisiciones de la persona que desea acumular 50% de las acciones comunes emitidas por Objetivo S.A. han ocurrido otros muchos eventos y fenómenos que -a fin de cuentas- vienen a dar todos en ese gran resultado final que es el precio. Por ejemplo, desde que la acción valía S/. 1.50 el 18 de abril, hasta el día 18 de mayo: el precio del cobre bajó, la gasolina subió, la Reserva Federal de los Estados Unidos bajó la tasa de interés, el Banco Central de la Reserva del Perú aumentó la remuneración al encaje, se inició un paro general indefinido en el país, se recortaron los aranceles para la compra de maquinaria minera, se firmó un Tratado de Libre Comercio con Tailandia, subió el Dow Jones sostenidamente y el euro se apreció 3% frente al dólar, entre otros muchos eventos que podrían considerarse relevantes. La pregunta entonces es ¿en qué magnitud contribuyó cada uno de estos eventos a que el precio variase de S/. 1.50 a S/. 1.80? ¿Cuánto, si es que acaso algo, del incremento de S/. 0.30 por acción se debió al Tratado de Libre Comercio con Tailandia, cuánto al recorte de aranceles, cuánto a la tendencia de las bolsas mundiales y, finalmente, cuánto a “la prima de control”, si es que acaso existe alguna, que se ha pagado por las acciones comunes emitidas por Objetivo S.A.?

Con frecuencia se escucha a especialistas opinar que “el aumento del precio de la gasolina no afectó (o sí afectó) al mercado de valores” pero estas opiniones, aun tomando en cuenta que algunas de ellas son muy ilustradas y muchas son muy razonables, no pasan de ser meras especulaciones. Nadie puede demostrar irrefutablemente que determinada información tuvo o no impacto sobre un precio y, menos aun, a cuánto ascendió tal impacto<sup>(5)</sup>.

Podría argumentarse que, en el ejemplo propuesto, aun cuando la prima de control pueda ser muy difícil o prácticamente imposible de determinar, no cabe duda de que existe. No obstante, el caso puede ser aun más difícil de lo planteado hasta aquí: ¿qué ocurriría si en el mismo ejemplo propuesto inicialmente, en lugar de aumentar progresivamente hasta el importe de S/. 1.80 por acción, el precio disminuye progresivamente hasta S/. 1.10 por acción? ¿Aun allí podría hablarse de una prima de control?

De hecho, existen al menos dos efectos económicos contradictorios que pueden explicar el movimiento del precio hacia arriba o hacia abajo por la sola existencia de la acumulación.

El primer efecto es la escasez. Según la ley de la oferta y la demanda, si alguien acumula grandes cantidades de un valor mobiliario -sean acciones, bonos, certificados de depósito negociables o cualquier otro- se supone que dicho valor se vuelve relativamente más escaso y la ley de la oferta y la demanda predice que esto debería generar una tendencia al

(5) Este es uno de los problemas más importantes en el régimen de OPA obligatoria cuando la oferta se lleva a cabo después de haberse adquirido la participación significativa -es decir, lo que se denomina sistema de “OPA posterior”- y la norma peruana lo enfrenta obligando a que se designe a un tercero independiente para que realice una valorización y determine el precio al que debe lanzarse la OPA. Para cumplir con tal tarea, este tercero independiente tendrá que basarse necesariamente en una serie de supuestos y el resultado dependerá decisivamente de lo razonables que tales supuestos resulten.

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

aumento del precio. Sin embargo, existe un segundo efecto, que es el descuento por cantidad. El comprador de una cantidad inusualmente grande de un bien acumula un poder de negociación suficiente como para poder exigir que el precio “por producto” sea más bajo puesto que está comprando muchos productos. Este fenómeno generaría, más bien, una tendencia a la disminución del precio.

La estructura accionaria de la empresa objetivo es una variable muy importante para determinar el peso relativo que cada una de estas fuerzas económicas contradictorias ejercerá en una transacción determinada. En una empresa cuyo accionariado es disperso y quien busca adquirir participación significativa debe comprar a la masa, es muy complicado que el fenómeno del descuento por volumen pueda presentarse. Después de todo, si bien el comprador quiere acumular una gran cantidad, cada uno de los vendedores va a deshacerse de una cantidad pequeña y, por lo tanto, tiene poco incentivo para bajar el precio. En este mismo escenario, la escasez parece jugar un rol más importante: quien requiere llegar a un determinado porcentaje de acciones va quedándose poco a poco con menos potenciales vendedores y la escasez hará que el precio se incremente.

Por el contrario, si la empresa objetivo tiene a un claro controlador -propietario, digamos, del 80% de las acciones- el descuento por volumen parece tener más fuerza que la escasez. El bien que el adquirente desea tiene el mismo nivel de escasez antes y durante toda la negociación. De hecho, habrá una negociación. Una negociación entre el propietario “exclusivo” del bien que se quiere comprar y el potencial adquirente. ¿Qué importa si, en el mercado, aquellos que transan el 20% de la empresa lo hacen a un precio por acción de \$/ 1.50? Ese es el precio para las cantidades pequeñas. Si el controlador quisiera deshacerse de su 80% de acciones en el mercado, debido a la misma ley de la oferta y la demanda -hay una oferta inusualmente grande- el precio debería tender a bajar. Por lo tanto, \$/ 1.50 no es un precio al que el controlador podría aspirar por el 80% de la empresa. Probablemente obtendrá menos.

Si el lector piensa que esta situación es imposible o que, siendo teóricamente posible, es irreal, está en un error. En junio de 2007 el fondo Lone Star hizo una oferta de US\$ 15.10 por cada acción emitida por Accredited Home Lenders Holding Co., que cotiza en Nasdaq. Al mes siguiente -con la oferta aun vigente- la cotización de la acción había caído a US\$ 10.97<sup>(6)</sup>.

Si existiera alguna clase de regla que garantizara que los precios de las acciones siempre van a subir cuando alguien las acumula o cuando alguien lanza una oferta por ellas, la teoría de los mercados eficientes -que postula que los precios de los valores siguen recorridos aleatorios<sup>(7)</sup>- resultaría desvirtuada.

Por consiguiente, también en el caso de las OPA el movimiento del precio de los valores es aleatorio y las cosas más “extrañas” -en realidad, determinadas las causas, el fenómeno ya no es tan “extraño”- pueden ocurrir. Por ejemplo, cuando Home Depot lanzó una oferta para recomprar sus propias acciones en agosto de 2007 utilizando el mecanismo de subasta holandesa, obtuvo los valores a un precio final inferior al precio de cotización. En efecto, el día del cierre de la subasta el valor se cotizaba a US\$ 38.31 mientras que el precio de corte de la subasta fue de US\$ 37.00 por acción<sup>(8)</sup>. En otras palabras, los accionistas estuvieron dispuestos a vender sus acciones a Home Depot por US\$ 37.00 a pesar de que, en ese mismo momento, en el mercado había ofertas por US\$ 38.31. Como es lógico, apenas anunciados los resultados de la subasta las transacciones “corrigieron” esta distorsión e hicieron bajar el precio de la acción hasta los US\$ 36.53.

(6) *San Diego Business Journal*. Publicado el 25 de julio de 2007.

(7) Sobre este tema, consultar: BREALEY, Richard y Stewart MYERS. *Principles of Corporate Finance*. Séptima Edición, McGraw-Hill, 2003, pp. 347 en adelante.

(8) Disponible en web: [www.forbes.com](http://www.forbes.com). Publicado el 4 de setiembre de 2007.



## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

Existen incluso ofertas que, desde el momento de su lanzamiento, se encuentran establecidas por un precio inferior al de cotización. Por ejemplo, el 16 de enero de 2006 NH Hoteles lanzó una oferta pública de adquisición hasta por el 100% de las acciones emitidas por Sotogrande, ofreciendo una acción de su propia emisión por cada acción emitida por Sotogrande<sup>(9)</sup>. En ese momento, las acciones emitidas por NH Hoteles cotizaban a un precio inferior que las emitidas por Sotogrande. En el Perú, por su parte, el 8 de noviembre de 2005 Corporación Azucarera del Perú S.A. lanzó una OPA por las acciones comunes emitidas por Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. al precio de S/. 1.50, cuando en ese momento la cotización en el mercado era de S/. 1.75<sup>(10)</sup>. Ambas ofertas fueron exitosas.

Hay un caso más extremo en el mercado de valores peruano. Cuando Equator Investment Holdings lanzó una OPA para adquirir las acciones emitidas por Generali Perú Compañía de Seguros y Reaseguros -proceso que se completó el 23 de febrero de 2005- ofreció un precio que en apariencia era igual para todos los accionistas pero que en realidad era un precio diferenciado. En efecto, pese a ser un precio nominalmente igual, los accionistas minoritarios se llevarían el importe total en efectivo al concluir la OPA, mientras que los accionistas mayoritarios sólo recibirían una parte del precio y la otra parte se iría a una cuenta de garantía -cuenta *escrow*- durante cierto plazo y respondería por los activos inexistentes, pasivos ocultos o contingencias que el comprador pudiera encontrar en la empresa durante dicho periodo. En otras palabras, el accionista mayoritario recibió un precio por acción inferior al recibido por los accionistas minoritarios toda vez que -aun cuando no se encontrara ninguna contingencia- el recibir el pago después hacía que financieramente se tratase de menos dinero. Esta situación tan extraordinaria, de hecho, solo pudo ocurrir vía una interpretación de CONASEV, publicada mediante Resolución CONASEV 002 2005 EF/94.10. En este caso, quizás podría hablarse de una prima de control negativa. Es decir, el control aparentemente habría sido un perjuicio para el controlador y no un beneficio.

En todos estos casos resulta complicado determinar la existencia de alguna prima de control. No obstante, los casos propuestos no tienen por objeto tratar de demostrar que la prima de control no existe. Ciertamente, tampoco son útiles para probar que sí existe. El único objetivo de estos casos es demostrar que no debería "asumirse" la existencia de una prima de control. La existencia (o inexistencia) de la prima de control es indemostrable. De lo contrario, en todos los países donde se regula el sistema de OPA obligatoria habría una excepción para los casos en los que "no se ha pagado prima de control"<sup>(11)</sup> o se sujetaría la obligación de hacer una OPA "a que se acredite que se ha pagado una prima de control". Este tipo de norma no existe -ni debe existir- porque la demostración es imposible. Respecto de un mismo precio un grupo ilustre de economistas y especialistas en mercado de valores podría "ver" y "calcular" que existe una prima de control basándose en una serie de supuestos totalmente razonables y otro grupo de economistas no menos ilustres podrían "ver" y "calcular" que no existió prima de control basándose en una serie de supuestos igual de razonables que los anteriores.

### **5. ¿El control tiene un valor económico?**

En mi opinión no puede decirse que la prima de control exista siempre o que no exista nunca. Desde mi punto de vista -que, como dije antes, no puedo probar- el premio, sobrepago o prima por controlar se paga en algunas circunstancias pero en otras no tiene sentido y efectivamente no se paga. En este apartado trataré de describir las

(9) Disponible en web: [www.elpais.com](http://www.elpais.com). Publicado el 5 de diciembre de 2007.

(10) Boletín Diario de la Bolsa de Valores de Lima, correspondiente al 9 de noviembre de 2005.

(11) Una excepción de este tipo se discutió, de hecho, en el reglamento de OPA actualmente vigente en el Perú. Fue descartada por las mismas razones aquí descritas.



## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

circunstancias que pueden determinar que se pague o no una prima de control.

Si la existencia de la prima de control es para muchas personas una verdad dogmática, lo es porque se apoya en otro dogma: que el control tiene un valor económico. ¿Es esto realmente una verdad incuestionable? Al igual que en el caso anterior, mi opinión es que no puede decirse que el control siempre tenga valor económico ni que nunca lo tenga. El control puede tener un valor en algunos casos y no tenerlo en otros.

Imaginemos por ejemplo una sociedad anónima cerrada -sin Directorio- que tiene dos accionistas, Roxana y Felipe, cada uno con el 50% de participación como consecuencia de los aportes de capital. De ambos, es Felipe quien se dedica exclusivamente a administrar el negocio cumpliendo las funciones de Gerente General debido a que Roxana no entiende nada del negocio ni cuenta con ningún conocimiento útil para la empresa. En otras palabras, es Felipe quien tiene el control de la empresa. A cambio de este trabajo, no recibe ninguna compensación. Su único beneficio es recibir el 50% de las utilidades en la misma forma en que los recibe Roxana.

¿Es deseable tener el control de esa empresa? Claramente no lo es. En ese caso el control es una carga. No cabe duda de que Roxana, que recibe las utilidades sin tener que dedicarse a la administración de la empresa está en una mejor posición que Felipe. Roxana podría, por ejemplo, tener un ingreso adicional trabajando en otra cosa. Felipe está asumiendo íntegramente el gasto -el valor de su propio trabajo- que debería corresponder a todos los accionistas en proporción a su participación. Felipe, con su trabajo, está subsidiando parte de las utilidades de Roxana.

Si Felipe tuviera un 55% de participación en la empresa y Roxana 45% esta distorsión no desaparecería puesto que, si bien estos porcentajes harían que Felipe obtenga más utilidades que Roxana, esta proporción sigue estando establecida únicamente en función del aporte en dinero o bienes que hizo cada uno para constituir la empresa. No existe ninguna compensación por el trabajo que realiza Felipe. Para que la distorsión desaparezca, aparte de lo que Felipe recibe como accionista -sea cual fuere su participación- debería compensársele por su trabajo como Gerente General.

Entonces ¿cambiaría la situación si es que se le asigna a Felipe un sueldo de S/. 100.00 por sus funciones como Gerente General? ¿Cambiaría si se le asigna un sueldo de S/. 700.00? Probablemente la situación no cambiaría con ninguna de estas cifras pero, si se le sigue elevando, en algún momento se llegará a una cantidad que justifique y compense adecuadamente el trabajo que Felipe desempeña como Gerente General.

Imaginemos, para seguir con el ejemplo, que Felipe es un profesional en Administración de Empresas y que, en el mercado, se le paga aproximadamente un sueldo de S/. 8,000.00 mensuales a una persona con su nivel de calificaciones y experiencia. Imaginemos además que es éste el tipo de profesional ideal para dirigir la empresa.

En este caso, tener el control de una empresa siempre sería una carga para Felipe a menos que se le pague un sueldo equivalente al valor de mercado de su trabajo (S/. 8,000.00 en nuestro ejemplo). Si se le paga exactamente el valor de mercado de su trabajo, para Felipe será indiferente trabajar en esta empresa o en alguna otra. Por esta exacta cifra, al mismo tiempo, a Roxana debería serle indiferente que el Gerente General de la empresa sea Felipe o cualquier otra persona con las mismas calificaciones. Siguiendo con ese mismo razonamiento, en consecuencia, por un sueldo inferior a esta cantidad, para Felipe sería preferible que la empresa contrate a otro Gerente General e irse él a trabajar en otro lado.

Sin embargo, ¿qué pasaría si Felipe gana mucho más que los S/. 8,000.00 que, en nuestro ejemplo, es el valor de mercado de su trabajo? ¿Qué pasaría si gana S/. 10,000.00 al mes? En este caso, para Felipe es valioso ocupar el puesto de Gerente General toda vez que percibe beneficios extraordinarios:





## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

recibe un sueldo de S/. 10,000.00 por un trabajo que vale S/. 8,000.00. Y los beneficios extraordinarios que percibe Felipe, los percibe a costa de Roxana: la empresa arrojará una utilidad S/. 2,000.00 menor que lo que debería y esos S/. 2,000.00 están beneficiando exclusivamente a Felipe.

Hasta aquí hemos supuesto que la distorsión que hace que el control de la empresa sea valioso se debe exclusivamente a una errónea asignación de una remuneración. En el ejemplo, la junta general de accionistas -que Roxana integra- ha acordado una remuneración demasiado alta para la persona que ejerce el control. Pero la distorsión también puede producirse por comportamientos poco éticos o poco profesionales de quienes ejercen el control.

¿Qué ocurre si modificamos nuestro ejemplo y nuestra empresa ya no es una sociedad anónima cerrada sino una sociedad anónima abierta? Imaginemos que Felipe posee 51% de participación, Roxana es titular del 26% y el porcentaje de participación restante pertenece a mil accionistas, ninguno de los cuales alcanza el 2% de participación en la empresa.

Utilizando su clara mayoría, Felipe y Roxana se ponen de acuerdo -obviamente con prescindencia de los demás accionistas- para elegir al Directorio y los Gerentes. Con este acuerdo, quedan designados como directores: Felipe, Roxana y Julio, el abogado de Felipe. Este Directorio escoge como Gerente General de la empresa a Felipe, con un sueldo de S/. 45,000.00 y como Gerente General Adjunto a Roxana, con un sueldo de S/. 30,000.00. Ambos tienen, además, derecho a teléfono celular, automóvil, pagos del colegio de sus hijos y demás beneficios pagados por la empresa. Adicionalmente, deciden que la empresa le comprará ciertos suministros a otra empresa que es propiedad de la familia de Felipe y que contratará los servicios publicitarios de una agencia que pertenece a la familia de Roxana. Al final del ejercicio, si bien no arroja pérdidas, la empresa tiene una utilidad muy pequeña como consecuencia de los altos costos en los que incurre.

¿Qué es lo que está ocurriendo? ¿Es que acaso no es un negocio rentable?

Lo que está ocurriendo es que aquellos que controlan la empresa, Roxana y Felipe, han decidido utilizar esa situación de control para apropiarse de los beneficios que, en rigor, corresponden a todos los accionistas. A través de

“(…) LA CONCEPCIÓN ACERCA DE CUÁL ES LA FINALIDAD DEL SISTEMA DE OPA OBLIGATORIA Y QUÉ VALORES O BIENES JURÍDICOS PROTEGE NECESARIAMENTE DETERMINARÁ LA OPINIÓN ACERCA DE SI DEBE O NO EXISTIR, LA FORMA EN QUE DEBE O NO REGULARSE ESTA INSTITUCIÓN”.

los sueldos exagerados, las prebendas y las transacciones con empresas vinculadas que generan evidentes conflictos de intereses, Felipe y Roxana están obteniendo beneficios extraordinarios. Ellos se han repartido casi el 100% de las utilidades, en lugar del porcentaje que les corresponde.

¿Es el control sobre esta empresa un bien valioso? Por supuesto que lo es. Felipe realiza un trabajo que vale S/. 8,000.00 y obtiene una renta de S/. 45,000.00 y otros beneficios además de los negocios colaterales que le genera a su familia. Roxana, por su parte, obtiene S/. 30,000.00 y otros beneficios por un trabajo que vale cero y también obtiene negocios colaterales. En el ejemplo, el que ejerce el control no sólo accede a su parte correspondiente de beneficios, sino que puede echar mano de los beneficios que le corresponden a los demás.

Desde luego, el sistema legal proscribire los abusos de parte de los accionistas mayoritarios. La Ley General de Sociedades tiene abundantes disposiciones sobre los derechos de los accionistas y la Ley del Mercado de Valores tiene otras tantas normas. Teóricamente los accionistas minoritarios podrían cuestionar y obtener una victoria judicial que remedie la manera en que son tratados. Sin embargo, es posible que se

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

encuentren con un sistema judicial que interprete las normas de manera tímida, pegándose mucho más a la letra de la norma que a su finalidad y que eso acarree como consecuencia que no tengan manera de solucionar el problema.

Pues bien, en aquellos países o jurisdicciones en los que el sistema legal -incluyendo tanto las normas formales como las normas informales, en los términos de Douglass North<sup>(12)</sup>- remedie de manera efectiva los problemas de gobierno corporativo, serán aquellos en los que el control tienda a tener muy bajo o ningún valor económico. Por el contrario, en aquellos países o jurisdicciones en los que el mal gobierno corporativo no se combata eficazmente, el control tenderá a ser un bien sumamente valioso y deseable.

Sin perjuicio de todo lo anterior, asumiré para efectos de este trabajo que, independientemente de la razón por la cual existe -sea el deficiente gobierno corporativo o cualquier otra- lo cierto es que la prima de control existe, al menos en algunos casos. Partiendo de tal premisa, entonces, desarrollaré a continuación tres posibles posiciones que pueden tenerse frente al sistema de OPA obligatoria como institución cuyo objeto es tratar el fenómeno de la existencia de la prima de control.

### **6. Primera versión de la OPA: el control es un bien común**

En esta posible posición frente al sistema de OPA obligatoria, éste se encuentra totalmente justificado y es razonable.

El control no es otra cosa que la posibilidad de imponer decisiones en una empresa. En otras palabras, es el ejercicio del poder político del accionista. Dado que todos los accionistas con derecho a voto tienen derechos políticos, el control es un bien que pertenece a todos los accionistas con derecho a voto, es decir, es un bien común. Es por esta razón que el sistema de OPA obligatoria está orientado a proteger únicamente a los accionistas con derecho a voto y no a todos los accionistas ni a todas las personas que tienen un interés (los llamados *stakeholders* por la doctrina en inglés) en la empresa.

Lo que ocurre particularmente con los accionistas con derecho a voto es que, con la acumulación de derechos políticos, cuando el o los accionistas mayoritarios alcanzan una participación que les permite tomar decisiones con prescindencia de los demás accionistas, convierten a estos otros accionistas -en la práctica- en accionistas sin derecho a voto. En efecto, si bien estos accionistas pueden formalmente votar, sus votos no tienen ningún valor frente a la voluntad de los accionistas mayoritarios.

En este escenario, el sistema de OPA obligatoria viene a ser un mecanismo que provee a los accionistas minoritarios de una compensación -quizás la única- por la privación, en la práctica, de sus derechos políticos. Al momento de la transferencia del control de la empresa, el nuevo controlador estará obligado no sólo a permitirles una salida aunque sea parcial de su posición de minoritarios -una especie de derecho de separación- sino que además lo hará a un valor que represente el justo pago por los derechos políticos que formalmente tienen pero que no pueden hacer valer en la práctica.

Por su parte, desde el punto de vista del ofertante, no existe diferencia puesto que con tal de adquirir el paquete de acciones que necesita, le es indiferente que éstas provengan de un solo accionista o que provengan a prorrata de varios accionistas. Por lo tanto, siendo redistributivo, el sistema de OPA obligatoria no supone ningún costo adicional para el adquirente, sino un mero reparto del precio total que éste paga por alcanzar una participación significativa en la empresa.

(12) Sobre este punto, véase NORTH, Douglass. *The Role of Institutions in Economic Development*. Octubre de 2003. Disponible en web: [www.unece.org](http://www.unece.org).



Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

## 7. Segunda versión de la OPA: el control es del controlador

Esta segunda versión considera la OPA como una aberración desde el punto de vista económico. Efectivamente, aun cuando no se discute que todas las acciones con derecho a voto gozan de derechos políticos, son los accionistas mayoritarios o controladores quienes ostentan la capacidad real de ejercer tales derechos. Es decir, son quienes tienen el control de la empresa y, dado que son ellos quienes lo detentan, son los únicos que pueden transferirlo. Cuando una norma legal obliga a que el precio por el control -es decir, la prima- sea pagado a quienes no lo ostentan y no lo pueden transferir, está persiguiendo algo económicamente absurdo. Los minoritarios no pueden vender un control que no tienen y, por lo tanto, no están legitimados para recibir el pago por una transferencia que no pueden realizar. La pretensión de la norma de contradecir esta realidad económica solo puede generar dos posibles consecuencias. La primera consecuencia, si la norma se cumple, es introducir una distorsión en el mercado de control empresarial. En efecto, las decisiones de comprar o vender empresas se verán afectadas por el sobreprecio que significa cumplir con la OPA obligatoria. Alternativamente, la segunda consecuencia es que la norma no se cumpla. Dado que económicamente el controlador no puede ser tratado igual que aquel que no controla, las partes encontrarán la manera de burlar la normativa de OPA -hay muchas maneras conocidas- y terminar pagando al mayoritario más que al minoritario. En este caso, la norma pierde legitimidad por ser ineficaz.

El sistema de OPA obligatoria, además, podría ser calificado de injusto, pues la persona que desea obtener participación significativa tiene que pagar el cien por ciento de la prima a todos los accionistas que deseen venderle. Sin embargo, ese mismo accionista, al momento de vender, no puede recibir el cien por ciento de la prima que el nuevo adquirente ofrezca. ¿Por qué una persona debe pagar el cien por ciento de la prima al momento de comprar pero recibir menos del cien por ciento al momento de vender? Ocurre exactamente lo contrario con los accionistas minoritarios: compran sin pagar prima de control pero venden recibiendo prima de control. No existe proporcionalidad. El sistema legal, a través del sistema de OPA obligatoria genera una situación injusta.

Finalmente, bajo esta perspectiva de las cosas, los accionistas minoritarios no necesitan ser compensados por el hecho de

serlo, menos aun a través del sistema de OPA obligatoria. Después de todo, quien toma una posición de accionista minoritario en una empresa, lo hace de manera voluntaria. Lo hace porque, al tomar su decisión, evalúa las ventajas y las desventajas de tomar esa posición, a sabiendas de que existe un accionista mayoritario que será quien ejerza el control de la empresa. ¿Por qué habría de compensársele por tomar una posición que él decidió tomar de manera voluntaria? Si efectivamente la posición de accionista minoritario fuera tan indeseable en una empresa, esa empresa no tendría accionistas minoritarios. Nadie aceptaría que le vendan una participación minoritaria en esa empresa.

De hecho, si la razón de ser del sistema de OPA obligatoria es repartir una prima de control que teóricamente pertenece a todos los accionistas, ¿por qué el sistema sólo existe para las empresas que cotizan sus acciones en bolsa? En aquellas empresas que no cotizan sus acciones en bolsa también existen cambios de control y la idea de que la prima debe pertenecer a todos los accionistas no tendría por qué diferenciar a las empresas listadas de las empresas no listadas. En ambos casos, por razones de "justicia" debería repartirse la prima de control, siendo irrelevante la calidad de empresa listada o no listada que el emisor de las acciones pueda tener.

## 8. Tercera versión de la OPA: el incentivo perverso

La tercera versión del sistema de OPA obligatoria es la que la describe como un incentivo perverso. Independientemente de si la prima de control existe o no, e independientemente de a quién corresponde "moralmente" dicha prima de control en caso de existir, el sistema de OPA obligatoria genera incentivos perversos que terminan por generar

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

resultados exactamente opuestos a lo que supuestamente constituye su finalidad. A continuación, describiré tales incentivos:

### **8.1. El sistema de OPA obligatoria encarece el cambio de control, lo que perjudica sobre todo a los accionistas minoritarios**

Para demostrarlo, consideremos cuáles son las razones por las que una empresa cambia de manos. Como en cualquier otra transferencia de propiedad, el adquirente -en este caso, es el adquirente de un paquete de control- está dispuesto a comprar a un precio al que el vendedor está dispuesto a vender porque ese adquirente le otorga al activo un valor más alto que su actual propietario. En el caso de una empresa, cuyo valor está directamente relacionado con la rentabilidad futura, el adquirente está dispuesto a pagar un precio mayor porque estima que puede manejar mejor la empresa, que puede hacerla más rentable y por lo tanto más valiosa.

Ese cambio de control es absolutamente deseable para los accionistas minoritarios. Dado que los accionistas minoritarios no gestionan la compañía sino que son inversionistas pasivos, cuanto mejor sea el gestor, existe una mayor posibilidad de ganancia para ellos. Por lo tanto, es deseable para los accionistas minoritarios que quien gestione la empresa sea el mejor gestor posible y los cambios de control son el medio para lograr ese propósito. Cuanto más caro sea el cambio de control, menos posibilidades tienen los minoritarios de que tome el control de la empresa un mejor gestor.

El sistema de OPA obligatoria constituye un sobre costo en esta lógica: Imaginemos una empresa cuyo accionista mayoritario y claro controlador posee el 70% de las acciones. Existe un inversionista interesado en tomar el control de la empresa y, para ello, solo necesita 66% de las acciones. Sin embargo, la única persona que puede venderle 66% de las acciones es el mayoritario y, en la inmensa mayoría de los casos, el mayoritario no estará interesado en quedarse como minoritario. Consecuentemente, una de sus condiciones para la venta será que ésta se realice por el total de su tenencia de acciones, es decir, 70% de la empresa. En adición a ello, el potencial comprador deberá -por el sistema de OPA obligatoria- estar dispuesto a adquirir un 21% adicional<sup>(13)</sup> de acciones a los otros

accionistas de la empresa. Como resultado final, para tomar el control de esta empresa, el potencial adquirente debe estar dispuesto a comprar hasta el 91% de las acciones cuando en realidad sólo le interesa el 66%.

Es razonable pensar que -en este ejemplo- algunos potenciales inversionistas estarían dispuestos a gastar la cantidad suficiente como para adquirir 70%, 75% u 80% de las acciones de esta empresa, pero dado que para ellos no es negocio gastar la cantidad necesaria para adquirir el 91% exigido por la ley, este cambio de control que podría ser deseable, se frustra.

### **8.2. El sistema de OPA obligatoria incentiva a abusar de los accionistas minoritarios**

Como he descrito más arriba, el control vale en la medida en que el controlador pueda apropiarse de rentas que en realidad le pertenecen a todos los accionistas en proporción a su participación. En consecuencia, el sistema de OPA obligatoria vendría a ser una compensación a los accionistas minoritarios por el pobre gobierno corporativo de una empresa. Sin embargo, existen dos problemas con esta teoría.

El primer problema es que quien ha abusado de los accionistas minoritarios es el actual controlador, quien está vendiendo su paquete de control. No obstante, el sistema de OPA obligatoria no pone el costo de la compensación en cabeza del actual controlador sino del nuevo controlador.

El segundo problema es que no existe ninguna relación entre los daños que los accionistas minoritarios hayan podido sufrir por la pérdida de rentas que se puede haber generado por la gestión del controlador saliente y el pago que los accionistas minoritarios recibirán de

(13) Utilizando la fórmula establecida en el reglamento de la materia para el caso de una OPA posterior.



## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

parte del nuevo controlador vía el sistema de OPA obligatoria. Los importes podrían ser muy desproporcionados entre sí, en cualquier sentido. Por consiguiente, se trata de una compensación bastante arbitraria.

Lo que sí parece claro es que -asumiendo una posición absolutamente mercantilista y dejando aparte a los empresarios que no se comportarían así por convicción- si el nuevo controlador ya pagó por adelantado la compensación que la ley le exige por abusar de los minoritarios, ¿por qué no hacerlo una vez que ya esté gestionando la empresa? No hacerlo sería como no rentabilizar una inversión que ya se realizó.

### **8.3. El sistema de OPA obligatoria quita liquidez al mercado.**

Resulta curioso que el sistema de OPA obligatoria sea aplicable precisamente a las empresas cuyas acciones están listadas en bolsa cuando, en realidad, estas empresas deberían ser precisamente la excepción para la aplicación de la norma.

En efecto, el sistema de OPA obligatoria daña consistentemente el mercado de valores al quitar liquidez a las acciones. Debido al sistema de OPA obligatoria, en cada cambio de control de una empresa, el accionista controlador se ve no solo incentivado, sino obligado a concentrar más y más la tenencia del título. Paradójicamente, el accionista minoritario que no vende en la OPA, se queda con una acción menos líquida. Consecuentemente, tiene un incentivo para vender aun cuando posiblemente no lo haría por el simple hecho del cambio de control.

### **8.4. El sistema de OPA obligatoria termina siendo el pago de una “prima de liberación”**

Como consecuencia de todo lo descrito anteriormente, la OPA termina siendo una institución muy unida a la OPC. Esto se debe a que el sistema de OPA obligatoria -como he descrito en el numeral anterior- promueve la progresiva concentración del accionariado. Cuando esta concentración es lo suficientemente grande, el accionista controlador suele evaluar la opción de retirarse del mercado de valores. De hecho, ya ha habido antecedentes en el Perú de varias OPA seguidas inmediatamente de una OPC, e incluso existe un antecedente en el que el Directorio de CONASEV permitió realizar una sola oferta que cumpliera ambas finalidades. Este antecedente es la OPC que Iberian Minerals lanzó en el año 2008 para excluir las acciones emitidas por Compañía

Minera Condestable S.A. que había adquirido previamente. A través de esa única oferta, Iberian Minerals cumplió con su obligación de efectuar una OPA posterior y obtuvo el deslistado de las acciones. En estos casos, pues, cualquier sobreprecio que reciben los accionistas minoritarios no resulta ser su participación en la prima de control sino la prima que se les paga para que la empresa “se libere” de las obligaciones que le genera el encontrarse listada.

## **9. Expresión de agravios sobre el sistema de OPA obligatoria**

Como penúltimo punto, a modo de expresión de agravios, quisiera discutir algunos aspectos criticables respecto de la regulación de las OPA que resultan defectuosos sin importar la posición que se adopte respecto del sistema de OPA obligatoria.

### **9.1. Los números mágicos**

En la regulación de las OPA en el Perú se abandona el concepto de control -que con fines de claridad he usado a lo largo de este trabajo- por el de participación significativa. Esto en reconocimiento a que el control no es algo que se tiene o no se tiene sino que existen diferentes niveles de control: desde el accionista que tiene una acción y prácticamente no tiene derechos políticos hasta el accionista que tiene suficientes acciones como para escoger a todos los directores de la empresa, pasando por el accionista que puede escoger a uno de los directores, el que puede por sí mismo hacer que se convoque a una junta general de accionistas o el que -siendo minoritario- tiene control negativo.

El problema es que, reconociendo esta realidad, la normativa la enfrenta poniendo estos números mágicos de 25%, 50% y 60% como umbrales para gatillar la obligación

## Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición

de lanzar una OPA. Estos números no se entienden. De acuerdo con nuestra Ley General de Sociedades, no ocurre nada en particular cuando un accionista tiene 25% de las acciones. Sin embargo, sí podría decirse que 20% es un nivel interesante porque con ese porcentaje el accionista puede solicitar convocar a junta general de accionistas (artículo 117 de la Ley General de Sociedades) o exigir la repartición de dividendos (artículo 231 de la Ley General de Sociedades).

Tampoco ocurre nada en particular cuando un accionista alcanza el 60% de participación accionaria. Sin embargo, con el 66%, un accionista alcanza la posibilidad de -salvo que el estatuto de la empresa haya fijado mayorías más altas que la Ley General de Sociedades- tomar cualquier decisión por sí solo en la junta de accionistas.

Por lo tanto, el sistema resulta siendo absurdo. Es posible que el mercado me haya cobrado cierta prima de control por llegar al 20%, pues esto me otorga ciertos derechos pero ¿por qué habría de pagar una prima de control al llegar al 25% si nada en particular ocurre cuando alcanzo ese porcentaje? Al contrario, el sistema me obligará a formular una OPA cuando alcanzo el 60% pero no existirá la obligación cuando llegue al 66%, pese a que ese porcentaje sí puede resultar valioso porque a partir de ese momento soy un controlador absoluto. Y hasta aquí sólo estoy asumiendo los porcentajes y mayorías fijados “por defecto” en la ley. En la realidad, la regulación debería prever -y CONASEV debería tomarse la molestia de analizar- que la obligación de realizar una OPA se genere cuando efectivamente se alcanzan determinadas tenencias particularmente significativas dependiendo de los estatutos de la empresa en concreto.

### 9.2. Las clases de acciones

Además de los números mágicos, otro aspecto que revela que la regulación de las OPA en el Perú es de “talla única” es que la norma no está preparada para lidiar con empresas que tienen varias clases de acciones con derecho a voto, todas ellas con derechos diferenciados. ¿Qué ocurre si una empresa tiene cierta clase de acciones que representa 20% del capital social pero que da el derecho a elegir a la mitad de los miembros del Directorio? ¿Existe obligación de lanzar una OPA en ese caso? ¿Debería existir? La normativa sencillamente no ha contemplado un supuesto como ese.

### 9.3. Las excepciones

Un factor preocupante respecto de la regulación de las OPA en el Perú es el gran y variado número de excepciones que existen. Si bien es claro que tienen que existir algunas excepciones, por tratarse de casos que por su naturaleza lo ameritan -por ejemplo, las transferencias al interior de un mismo grupo económico, en las que no se produce un cambio de control- existen otras muchas excepciones que son bastante discutibles y que pueden utilizarse como mecanismo para burlar la finalidad de la OPA. De hecho, el que la normativa le otorgue a CONASEV la facultad discrecional de exonerar de la obligación de realizar OPA cualquier caso que ella desee es una facultad que se presta a una politización de las decisiones del regulador.

## 10. Conclusión: posición frente al sistema de OPA obligatoria

En mi opinión, la principal discusión respecto del sistema de OPA obligatoria es la necesidad de su existencia. Como en casi todos los aspectos del conocimiento humano, el planteamiento del problema determina su solución. En este caso, la concepción acerca de cuál es la finalidad del sistema de OPA obligatoria y qué valores o bienes jurídicos protege necesariamente determinará la opinión acerca de si debe o no existir, la forma en que debe o no regularse esta institución y -en el caso de que se concluya la necesidad de su existencia- arrojará luz respecto de qué supuestos de excepción pueden ser justificados por no atentar contra esa razón de ser.

Desde mi punto de vista -que probablemente se ha hecho bastante claro a lo largo de este trabajo- el sistema de OPA obligatorio no debería existir. De manera similar al cuento “Tres versiones de Judas”, en el que el genial



## Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo

Jorge Luis Borges nos propone la inquietante teoría de que el papel de Judas haya sido más sacrificado de lo que uno pensaría, me parece que en el caso de la OPA, la verdadera función que cumple la institución es bastante menos deseable que lo que sus impulsores esperarían.

Desde luego, también pienso que si ha de existir, debe regularse de manera que cumpla efectivamente la finalidad para la

cual fue planteado y en ese sentido la regulación debe ser estricta. Por ello critico los números mágicos y las excepciones discrecionales.

Luego de revisar los argumentos expuestos es probable que el lector tome partido por una posición dogmática o por otra. Y esto no es necesariamente condenable. Sin embargo, al optar por un dogma es bueno no perder de vista que lo es y que, racionalmente hablando, el dogma que uno ha escogido tiene exactamente el mismo nivel de validez que el dogma opuesto.