
Régimen jurídico de la oferta pública de adquisición de empresas^(*)

Julio Andrés Rojas Lara

Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas.

Guillermo Oviedo Velásquez^()**

Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

En los noventa, la búsqueda de un negocio eficiente determinó que The Coca-Cola Company invierta en empresas que consideraba mejores en la línea de su negocio. Así, tenemos que en 1998 dicha multinacional elegía a quien se encargaría en América Latina del desarrollo de una estrategia empresarial acorde con sus planes de expansión y consolidación en la región.

La empresa chilena Embotelladora Arica (Embonor) fue elegida como empresa ancla por parte de Coca-Cola, y esto significó el inicio de la puesta en práctica de un plan de expansión en la región que involucró, entre otros aspectos, la adquisición de otras franquicias latinoamericanas. En tal sentido, en junio de 1999, Embonor se adjudicó el 72% de las acciones de Embotelladora Latinoamericana S.A. (ELSA) a través de un proceso denominado oferta pública de adquisición (OPA). De allí nuestro interés por hacernos las siguientes preguntas: ¿Qué es una OPA?, ¿Cuáles pueden ser los motivos para realizarla?, ¿Cuál es su tratamiento legal?, el presente trabajo intentará ser una ayuda en la búsqueda de las respuestas a estas interrogantes.

1 La adquisición de empresas⁽¹⁾.

La adquisición de empresas es el proceso por el cual las acciones o los activos de una empresa (empresa objetivo), pasan a ser de propiedad de otra (empresa adquirente). Por lo general, estas son transacciones que involucran desembolsos de dinero por parte de la empresa adquirente.

Como vemos, la adquisición puede suponer dos modalidades: acciones o activos. En el presente trabajo atenderemos aquella en la cual una empresa adquiere las acciones de otra.

En este punto debemos mencionar que si bien el proceso de adquisición de empresas es un mecanismo para adquirir acciones, no siendo equívoco afirmar que se trata de una herramienta para adquirir el control de una sociedad anónima, creemos más adecuado tratar el tema refiriéndonos a éste como un proceso de adquisición de empresas, en tanto las razones para explicar por qué y cuándo opera esta forma de adquisición se entienden a mayor cabalidad en la

(*) Los autores desean agradecer al doctor Edwin Masseur Stoll por sus sugerencias y críticas, las cuales enriquecieron este trabajo. Asimismo, a Mauricio González Nuñez, Marcel Tamayo Maticorena y Omar Kishimoto por todo el apoyo brindado.

(**) A mi madre.

(1) Las empresas, en estos tiempos, asumen un mayor compromiso al desarrollar su actividad. La competencia y la globalización son factores que impulsan el cambio en las formas de hacer empresa. En ese sentido, las herramientas con que cuenta el hombre de negocios son muy variadas, una de ellas es la reorganización que, como sabemos, involucra una serie de figuras, dentro de las cuales destaca la fusión y la adquisición.

medida que la empresa es la organización económica objeto de adquisición.

En tal sentido, si conceptualizamos que empresa es un entramado de relaciones contractuales⁽²⁾, tenemos que la estructura de la gran sociedad anónima -como empresa- nos permite conocer otra de las razones por las que se suele presentar una OPA.

2 ¿Por qué adquirir una empresa?

Los motivos para que se proceda a la adquisición de una empresa pueden ser diversos. En ese sentido, se reconoce que no siempre una operación de adquisición obedece a razones de índole económica o de estrategia empresarial⁽³⁾, con lo cual puede darse el caso que la operación sólo sirva como medio para satisfacer las pretensiones particulares de los directivos de una empresa⁽⁴⁾. Sin embargo, pese a esto último, se entiende actualmente que una de las características de las adquisiciones es que ellas responden de manera predominante a la necesidad de crear un mayor valor

para la empresa⁽⁵⁾.

La riqueza que puede crear una adquisición se suele explicar a través de las siguientes teorías⁽⁶⁾:

Aportaciones sinérgicas: El valor que crea una adquisición es un valor nuevo. La riqueza se crea, en términos netos, a través de la combinación de las dos empresas (adquirente y objetivo), lo cual permite obtener sinergias⁽⁷⁾ de distinta índole -operativas, financieras, de diversificación, entre otros- que de otra manera sería imposible alcanzar. En los términos antes expuestos es que se entiende el fenómeno de la reorganización empresarial.

Aportaciones agenciales: Consideran que el valor deriva más que de la combinación entre la empresa adquirente y la objetivo, de la transferencia en el control corporativo que permite a la empresa adquirida desarrollar todo su potencial. El objetivo que en este caso provoca la adquisición es el deseo de la empresa adquirente de dirigir con más eficiencia la empresa objetivo y acometer las reestructuraciones que estime conveniente. En este punto vale la pena detenernos un

(2) Jensen y Meckling, a partir de los aportes de Coase, Alchian y Demsetz, lograron consolidar la teoría contractual de la empresa indicando que la empresa no es otra cosa que el conjunto complejo de relaciones contractuales no sólo entre el empresario y los trabajadores -como indicaron en su oportunidad Alchian y Demsetz en su crítica al modelo planteado por Coase-, sino también con los clientes y trabajadores. Al respecto, ver: WESTON, Fred; CHUNG, Kwang y HOANG, Susan. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. New Jersey: Prentice Hall, 1990. pp.26-36.

(3) Las estrategias de negocios responden, esencialmente, a la idea de planificación. Se entiende que la orientación o reorientación de la actividad de una empresa se debe, en el mejor de los casos, a la implementación de una estrategia. Las estrategias pueden ser variadas, pues como tal responden al ingenio humano y a la imperiosa necesidad de establecer una meta o un fin en la actividad de una empresa. Dentro de la variada gama de estrategias puede estar la de expansión -sobre todo si consideramos el actual panorama mundial, donde por efecto de la globalización los mercados son abiertos y difícilmente insertos en fronteras-, en muchos casos, la mejor forma de seguir esta estrategia es a través de una adquisición. Por ejemplo, en Europa, la integración continental ha motivado que empresas financieras vean con insuficiencia su presencia en un mercado local y de allí a que se lancen a adquisiciones y fusiones a fin de acomodarse a un nuevo mercado: Europa. Al respecto, ver: PORTER, Michael. *On Competition*. Boston: Harvard Business School Publishing, 1999; y YIP, George. *Globalización*. Bogotá: Editorial Norma, 1993.

(4) Las investigaciones que revelan el fracaso de muchas adquisiciones, como la de Mercer Management Consulting en 1997, indican que algunas veces las razones de los fracasos se debe al hecho de que la adquisición no responde a una estrategia empresarial con miras a incrementar el valor de la empresa, sino que más bien a una vanidad de los directivos de la empresa adquirente: es mucho mejor ser director de una gran empresa que de una mediana.

Lo indicado anteriormente se resume en la teoría denominada enfoque gerencial, la cual explica que las adquisiciones de empresas responden a una desviación del comportamiento directivo con respecto al objetivo genérico de la empresa. En consecuencia, ésta no responde a objetivos accionariales sino gerenciales o de los administradores, de manera que la eficiencia para los accionistas de la empresa adquirente no quedaría garantizada. Lo expresado aquí se entiende cabalmente si pensamos en la particular estructura de la gran sociedad anónima.

(5) En líneas generales podemos decir que crear valor significa hacer las cosas acertadas, lo cual trae consigo una rentabilidad para la empresa que se suele medir por el incremento del valor de las acciones. En tal sentido, una adquisición previamente analizada que busque crear ventajas competitivas puede generar valor para la empresa de resultar exitosa.

(6) Al respecto, ver: ROCK, Milton L; ROCK, Robert H; SIKORA, Martin. *The Mergers & Acquisitions Handbook*. 2da.ed. United States: Mc.Graw Hill, 1994; y PALACIN SANCHEZ, José María. *Las Fusiones y Adquisiciones de los noventa*. En: *Finanzas y Contabilidad*. marzo-abril, No.23. España: Ediciones Deusto, 1998.

(7) En términos sencillos, la sinergia implica que el resultado de una adquisición o fusión es mayor a la suma de las partes. Por ejemplo, si la adquisición supone la coordinación eficiente de dos empresas en el proceso productivo (imaginemos que un productor adquiere una comercializadora con amplia experiencia en la distribución de los productos de la primera) que se traduce en un gran ahorro de costos, así como en la creación de una ventaja competitiva de la empresa adquirente, se puede decir que en este caso existe una sinergia operativa.

instante para precisar algo más acerca de la razón de una adquisición -y especialmente una OPA- en la medida que supone la búsqueda de una mejor y más eficiente administración de la empresa objetivo.

Partiendo que empresa, desde un punto de vista de la teoría económica, es un conjunto de relaciones contractuales, su misma existencia implica la presencia de una serie de conflictos derivados de la diferencia y posible antagonismo de intereses dentro de dichas relaciones. En tal sentido, cada estructura empresarial tendrá una particular configuración de estas relaciones y conflictos.

En la gran sociedad anónima⁽⁸⁾, la sociedad anónima abierta se suele presentar en una particular situación de separación entre el control (administración) y propiedad (accionistas), cuya manifestación concreta deriva en una divergencia de intereses; por un lado, los accionistas buscan que los administradores persigan maximizar los beneficios sociales, porque es claro que esto es lo que incrementa su utilidad; y por el otro lado, el interés de los administradores, fruto también de la consecución racional de la maximización de su utilidad, que no coincide con el interés de los accionistas, pues ellos, en principio, no tienen derecho alguno respecto a los beneficios obtenidos por la sociedad.

La necesidad de reducir al máximo las ineficiencias (*agency costs*) que de este particular conflicto se suelen derivar, hace que surja un mercado de control empresarial.

Como indica Fernández-Armesto⁽⁹⁾, el mercado de control empresarial entra en juego cuando los directivos de una empresa no están maximizando el rendimiento de los fondos que han captado del público; en este caso debe ponerse en marcha un sistema para sustituir a los administradores ineficientes por un equipo nuevo que, aplicando mejores técnicas de gestión, maximice los

resultados. En tal sentido, lo que ocurriría en una empresa mal administrada es que inmediatamente se vería desfavorecida por el mercado, y como reflejo de ella el precio de las acciones caería, motivo por el cual terceros tendrían los incentivos para adquirir la empresa a fin de optimizar su rendimiento. De ser este el caso, lanzarían una OPA que, de resultar exitosa, determinaría que los administradores ineficientes sean destituidos, pasándose a nombrar a otros administradores que, idealmente, pasarían a gestionar mejor los activos.

Aportaciones especulativas: En este caso la adquisición deja de tener el carácter de inversión estratégica para tener el carácter de inversión financiera. La fuente de la riqueza radica especialmente en la conveniencia del precio (el diferencial existente entre el valor real de la empresa a adquirir y su valor de mercado) y no de consideraciones relativas a las posibles ganancias de la empresa combinada ni de las mejoras de gestión de la sociedad objetivo.

Las noticias que invaden las primeras planas de periódicos y noticieros acerca de tratos millonarios entre empresas que se involucran en procesos de fusión y adquisición pueden darnos una idea de la actual tendencia que existe en el desarrollo de estos procesos; en todo caso, pese a la polémica existente -respecto a si los procesos de fusión y adquisición son operaciones económicamente eficientes- se admite que las fusiones y adquisiciones son actividades racionales que pretenden maximizar el valor de la empresa y que, por consiguiente, se realizan con tal intención, independientemente del resultado final que se alcance.

A continuación, atendiendo al título del presente trabajo, procederemos a realizar el análisis al proceso de adquisición de acciones a través de la denominada oferta pública de adquisición (OPA).

(8) La economía moderna se caracteriza por la existencia de grandes sociedades anónimas denominadas plenas en algunos casos, que se caracterizan porque la propiedad se encuentra atomizada en un gran número de accionistas que prácticamente están divorciados de la administración. Debido a esta separación entre la propiedad y el control, la relación entre los accionistas y administradores se considera como la que existe entre una persona (por ejemplo, propietario, demandante o actor) y su representante o agente. En este modelo de agencia, los administradores en calidad de agentes, no siempre actúan en el mejor interés de sus representados. El costo para los accionistas que resulta de tal comportamiento se denomina costo de agencia y representa una pérdida de valor para los accionistas. Al respecto, ver GARRETA SUCH, José María. *La Responsabilidad Civil, Fiscal y Penal de los Administradores de las Sociedades*. Madrid: Marcial Pons, 1997. pp.30-38.

(9) FERNANDEZ-ARMESTO, Juan. *Las Opas y el Mercado de Control Empresarial: Un balance de diez años de experiencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, enero-marzo, 1998, No.227. p.38.

3 La oferta pública de adquisición (OPA).

La OPA, como una forma de adquisición de empresas, inicialmente supone distinguir entre el supuesto de adquirir acciones de una empresa que cotiza en bolsa de la que no cotiza, ya que siempre en el primer caso deberemos atender a una serie de reglas establecidas por normas especiales.

La adquisición de acciones por parte de la empresa adquirente tiene como propósito **el controlar a la empresa objetivo**. La toma de control en estos casos se consigue una vez que se es accionista de la empresa objetivo con una participación tal que permita decidir acerca del futuro de ésta⁽¹⁰⁾.

Por otro lado, si consideramos esto último y sobre todo la problemática a que hicimos referencia líneas atrás al hablar de la separación entre propiedad y control, es válido afirmar que la OPA es un mecanismo que crea un mercado especial, un mercado que beneficia la eficiencia en la administración y dirección de las empresas -en la medida que permite la transición de aquellos directivos que en sus funciones no velaron por optimizar el rendimiento de la empresa que administraban-, un mercado en donde su operación más característica, como señala Benito Arruñada⁽¹¹⁾, consiste en que alguien ajeno a la empresa -que constató previamente el rol deficiente de la administración- ofrece directamente a los accionistas comprarles sus acciones pagándoles una prima por encima de la cotización bursátil previa.

Como vemos, si consideramos lo que indicamos en el punto anterior, la OPA se puede insertar, dependiendo

del caso, en cualquiera de las teorías antes indicadas que explican los motivos de las adquisiciones de empresas.

4 Características de la OPA.

La OPA se constituye como un camino por el que necesariamente deberá transitar aquél que desee adquirir o reforzar el control de una **sociedad admitida a negociación en bolsa**. En ese sentido, como veremos, la OPA es un modo de contratar que se constituye como el único medio previsto por el ordenamiento jurídico para estos casos.

La OPA es un procedimiento reglamentado para la adquisición o rescate de acciones en el mercado bursátil que supone la concreción -de ser el caso- de un contrato forzoso (en cuanto al procedimiento de ejecución de la compra).

Dentro del contexto del mercado de valores, el principio sobre el cual se fundamenta la obligación de efectuar una OPA es el siguiente:

- a) Crear un sistema de protección de los socios ante situaciones efectivas de **cambio de control**⁽¹²⁾.
- b) Hacer participar a los accionistas minoritarios de la denominada prima de control; esto es, permitir que tanto los accionistas de reducida participación accionaria, como los mayoritarios, se vean beneficiados de la particular situación generada en el mercado en los casos de tomas de control⁽¹³⁾ (paridad en el trato).

5 Tratamiento normativo de la OPA.

Para el denominado mercado de toma de control

(10) El control no es un término que responda necesariamente a consideraciones jurídicas, el control, según el diccionario de la lengua española, es dominio, mando, preponderancia; esto último es lo que básicamente debemos entender por control. En tal sentido, en el caso que nos ocupa, lo que la empresa adquirente finalmente desea ser es una empresa controladora, una empresa que **dicte las políticas de negocio de la empresa objetivo, que se encargue de la administración y gestión**, de tal forma que esta última termine siendo una empresa controlada.

(11) ARRUÑADA, Benito. *Crítica a la Regulación de OPAs*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. enero-junio, 1992, No.203-204. p.33.

(12) En este caso, como bien indica Ruiz Abad, se trata de proteger a los participantes del mercado de valores a través de un mecanismo que cuida que todos los accionistas de la empresa objetivo puedan decidir si desean seguir participando en la empresa con la nueva dirección o si, por el contrario, como consecuencia del posible cambio de control que puede experimentar la sociedad objetivo, optan por vender su participación en el marco de la OPA. RUIZ ABAD, José Luis. *Oferta Pública de Adquisición de Valores: Aproximación a su génesis y regulación actual. Contratos sobre acciones*. Madrid: Civitas, 1994.

(13) La formulación de una OPA genera, comúnmente, que el mercado exija, por parte de la empresa adquirente, el pago de un mayor precio -en consideración a la cotización bursátil- por el paquete accionario que desea adquirir; se entiende en estos casos que el precio corresponde a la transmisión del control de la empresa objetivo.

De no existir un mecanismo como la OPA -que permita extender una oferta en términos igualitarios a todos los accionistas-, la empresa adquirente buscaría llegar a un acuerdo con el o los accionistas tenedores del porcentaje de acciones que requiere, sin que el resto, los accionistas minoritarios, pueda beneficiarse de los términos de la transacción.

se presentan distintas variantes. Lo saltante, sin embargo, es que en uno u otro caso, las variantes legislativas responden al mismo principio, crear un medio para proteger al accionista minoritario; claro que la diferencia radica en el grado en que dicho principio es tutelado.

En el Reino Unido no existe una imposición legal para la toma de control, sino que el proceso obedece a una recomendación de carácter voluntario. Otra característica del sistema inglés es que el mismo obliga al adquirente a realizar una OPA total para dar a todos los accionistas, sin necesidad de prorratio, la posibilidad de no invertir⁽¹⁴⁾.

En Francia, la situación es parecida a la antes descrita, salvo que la obligación de realizar una OPA está prevista en normas de carácter legal⁽¹⁵⁾.

En los Estados Unidos, las *tenders offers* -entiéndase OPA- son voluntarias y no son totales; además, existen reglas tanto federales como estatales que someten a las ofertas de adquisición al cumplimiento de varios requisitos, entre los cuales destaca la obligación de divulgar una profusa información al mercado⁽¹⁶⁾.

En el caso español⁽¹⁷⁾, así como en el nuestro, la OPA puede ser parcial, esto es, la adquisición de un porcentaje de acciones no genera la obligación de realizar una oferta por el total de las acciones de la empresa objetivo.

Otra característica de la OPA es que esta es *a priori*, ello significa que la obligación no surge por que se efectúa una oferta o se adquiere un determinado porcentaje de acciones que determina la ley, sino que

la exigencia de acatarse al procedimiento obedece a lo que previamente dispone la ley en determinados supuestos. Finalmente, otra singularidad es que la norma responde a un criterio subjetivo o intencional para establecer la obligación de presentar una OPA.

La OPA se constituye como un camino por el que necesariamente deberá transitar aquél que desee adquirir o reforzar el control de una sociedad admitida a negociación en bolsa

En nuestro país, el mecanismo de adquisición de acciones de sociedades que cotizan en bolsa (OPA) está regulado por el artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No.861 (en adelante la Ley), y por el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución Conasev No.630-96-EF/94.10 (en adelante el Reglamento).

Si bien este mecanismo ha sido incorporado en nuestro ordenamiento legal desde diciembre de 1984 (Decreto Supremo No.576-84-EFC), hay que reconocer que ha cobrado notoriedad e importancia a partir de 1994.

Debemos señalar que durante el período comprendido entre diciembre de 1994 y abril de 1999, se han efectuado treintinueve (39) OPAs, en su gran mayoría de carácter amistosa, de las cuales treintidós

(14) En el Reino Unido, las adquisiciones en las que la compañía objetivo es una empresa pública se rigen por el *City Panel on Takeovers and Mergers* (el Panel), de conformidad con el *City Code on Take Overs and Mergers* (el Código, también denominado libro azul por el color de su encuadernación).

El Panel se fundó en 1968 como una autoridad reguladora, autónoma y no estatutaria (es decir, sujeta a la interpretación de los jueces), y su creación fue impulsada por el Banco de Inglaterra. El objetivo del Panel es dar una respuesta ágil a las situaciones en que se llevan a cabo las ofertas y garantizar la transferencia justa y ordenada de la propiedad de las compañías que cotizan en el mercado accionario. Aunque la autoridad del Panel no emana de leyes, su papel se reconoce y los tribunales, así como otros organismos autónomos reguladores, como la Bolsa de Valores, apoyan su intervención en materia de fusiones.

(15) En Francia, el Reglamento General del Consejo de las Bolsas de Valores, relativo a las ofertas públicas de adquisición, aprobado mediante Decreto del 28 de setiembre de 1989, permitía inicialmente que la OPA fuera parcial. Con la reforma de 1992, se adoptó un régimen de OPA total, esto es, por el 100% del capital de la empresa objetivo.

(16) En los Estados Unidos, las ofertas públicas de adquisición están legisladas por la *Williams Act* (1968), a través de la *Security Exchange Commission* (SEC). La *Williams Act* impone obligaciones tanto a los oferentes como a las compañías objetivo e impide la acumulación secreta de grandes participaciones al requerir que las adquisiciones del cinco por ciento o más de las acciones con derecho a voto se declaren en un plazo máximo de diez días. La *Williams Act* define cuándo empieza una oferta pública de adquisición y establece la información que deberá divulgarse, incluso el origen de los fondos para la oferta y su propósito.

(17) Los principios de la normativa española sobre OPAs fueron establecidas en el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores de 1988 y desarrollados en el R.D. No.1197/1991 de julio de ese año.

(32) han estado referidas a acciones comunes con derecho a voto y siete (7) a acciones de trabajo (hoy de inversión).

6 Clases de OPA.

Se pueden distinguir hasta dos clases de OPA. La base de esta clasificación radica en que en un caso se atiende a lo dispuesto por la Ley y, en el otro, a las características que se presentan según cómo nace y se desarrolla el proceso.

De acuerdo a lo establecido en la Ley tenemos:

a) **La OPA obligatoria:** que supone la adquisición de acciones o el aumento de la participación significativa, la cual se encuentra definida en el artículo 4 del Reglamento.

b) **La OPA voluntaria:** que, como su nombre lo indica, supone la posibilidad de emplear voluntariamente las disposiciones contenidas en el Reglamento para adquirir acciones con derecho a voto, así como otros valores que se encuentren inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (acciones de inversión, por ejemplo), la cual se encuentra definida en el artículo 33 del Reglamento⁽¹⁸⁾.

Por otro lado, y en atención al carácter del proceso, tenemos:

a) **La OPA amistosa:** el proceso de adquisición supone que los administradores de la empresa objetivo no rechazan la propuesta de adquisición de la empresa adquirente.

b) **La OPA hostil⁽¹⁹⁾:** supone una situación contraria a la antes indicada. Los administradores, en estos casos, se oponen a las pretensiones de la empresa adquirente, ellos saben que el cambio de control en la empresa

objetivo supone la remoción de sus cargos.

Los actos que realizan pueden ir más allá de las simples recomendaciones en contra de la propuesta de adquisición a los accionistas de la empresa objetivo.

7 Proceso de la OPA.

A continuación, explicaremos parte del proceso de OPA sobre la base de lo dispuesto por la Ley y el Reglamento.

Cabe señalar que existen muchos temas importantes que no se tratan a continuación (como el rol del ente administrativo en dicho proceso, supuestos especiales como en el caso de fusiones y escisiones, etc.) debido a la extensión del presente trabajo y a la pretensión del mismo de comentar las razones de las adquisiciones de empresas y los lineamientos generales del proceso de OPA.

7.1 Obligación de efectuar una OPA: La participación significativa.

La OPA, como técnica especial de adquisición o refuerzo del control o de la participación significativa que se realiza por mandato de la ley, siempre que se pretenda adquirir directa o indirectamente un porcentaje determinado de acciones que cotizan en bolsa, es una operación del mercado secundario que implica, necesariamente, la adquisición de valores de título oneroso; en ese sentido, la adquisición o aumento de la participación significativa a título gratuito no se encontrará sujeta a las reglas de la OPA.

Por otro lado, respecto a la denominada participación significativa, la Ley y el Reglamento hacen mención errónea, como señala Serra Puente-

(18) Un ejemplo de OPA voluntaria es el caso de la oferta de adquisición promovida por Nestlé Perú S.A en noviembre de 1998. La filial de la firma sueca alcanzó su cometido de adjudicarse un porcentaje no inferior al 67% de las acciones de trabajo -hoy acciones de inversión- de la firma Donofrio, luego de lo cual procedió a solicitar el deslistado de Bolsa de los valores antes mencionados.

(19) En esta clase de OPA, donde la oferta no es agradable para los directivos -puede ser que para la sociedad inclusive-, se plantea la necesidad en muchos casos de adoptar una estrategia defensiva, y podemos hacer una clasificación en base a la aparición de las medidas defensivas en el tiempo, así tenemos:

Medidas una vez lanzada la oferta: Caballeros blancos (*white knight*), órdago (*green mail*) o recompra de acciones al adquirente, las píldoras venenosas (*poison pill*), entre otras.

Medidas preventivas: En estos casos, se trata de tomar medidas para no tener que pasar por las difíciles circunstancias de una OPA; entre estas están: La creación de mayorías supercualificadas, los paracaídas dorados (*golden parachutes*), la amortización forzada de deudas, entre otros.

Ver: MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. 2da.ed. Madrid: Mc. Graw Hill, 1996.

La alternativa de aplicar cualesquiera de las medidas defensivas antes indicadas debe pasar por un análisis de legalidad, esto es, verificar que las mismas al ponerse en práctica no lesionen disposiciones legales sobre mercado de valores y derecho societario.

Arnao, a una participación significativa en singular, debiendo haber sido lo correcto establecerla respecto a participaciones significativas en sentido plural⁽²⁰⁾.

De acuerdo a lo indicado en el artículo 5 del Reglamento, se entiende por participación significativa (que, en rigor, vendría a ser el primer caso de las participaciones significativas) a toda tenencia directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al 25% del capital social de la empresa inscrita en bolsa.

Al respecto, y como no puede ser de otra manera cuando nos referimos a cantidades o cifras, sin duda el *quantum* establecido por el Reglamento para determinar el porcentaje tiene algo de arbitrario; en todo caso, se entiende que se tiene capacidad de controlar la sociedad con el 25% de participación accionaria en una sociedad de accionariado ampliamente difundido.

Para efectos de establecer la obligación de efectuar OPA en consideración a la adquisición y tenencia indirecta de valores con derecho a voto, deberá considerarse lo que indica el artículo 5 del Reglamento; en tal sentido, se atenderá, a su vez, a la normativa dictada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) en lo concerniente a propiedad indirecta, vinculación y grupo económico⁽²¹⁾.

Para el caso de incremento de la participación significativa, se genera la obligación de efectuar OPA cuando:

a) Se posee una participación igual o superior al veinticinco pero inferior al sesenta por ciento y se incrementa dicha participación en al menos cinco por ciento sobre el capital social del emisor en un período que no excede de doce meses o desde la última OPA que hubiere realizado con aceptación total o parcial, si ha ocurrido ésta dentro del mencionado período. En

este caso, la oferta debe realizarse por un número de valores que represente, como mínimo, el diez por ciento del capital social del emisor; y cuando

b) Se pretende alcanzar una participación igual o superior al cincuenta o sesenta por ciento, respectivamente. En estos casos, la OPA debe realizarse sobre el número de valores que pretende adquirir, según corresponda, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del capital social del emisor. Esta regla prevalece respecto de las anteriores (artículo 6 del Reglamento).

7.2 Los destinatarios de la OPA.

Son destinatarios de la OPA todos aquellos titulares de acciones con derecho a voto de la empresa objetivo, los titulares de certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto y las obligaciones convertibles en acciones cuya suscripción o adquisición se pueda realizar dentro de los 12 meses siguientes al inicio de la OPA.

Lo dispuesto en el artículo 7 del Reglamento debe concordarse con lo establecido en el artículo 4. En ambos casos, se entiende que la norma no pretende cerrar la posibilidad de que únicamente los valores a ser adquiridos sean acciones, en tal sentido, se llega a enunciar que están inmersos en los alcances de la norma, en general, cualquier valor que otorgue el derecho a la adquisición o suscripción de acciones con derecho a voto de la sociedad objetivo⁽²²⁾.

7.3 La oferta.

El prospecto informativo de la oferta debe contener información veraz y suficiente, el volumen de información a presentar comprende elementos objetivos, subjetivos y formales relativos a la oferta. En ese sentido, se destaca la siguiente información:

(20) Si tenemos que la obligación de realizar una OPA por ley nace cuando se pretenda alcanzar o superar una participación significativa debemos concluir que si el Reglamento de OPA establece diversos supuestos, en los cuales quienes se propongan adquirir acciones para alcanzar o superar determinados porcentajes, no lo pueden hacer sin realizar OPA, entonces, es evidente que estos casos expresados en porcentajes accionarios constituyen efectivamente participaciones significativas que no pueden superarse sin sujetarse obligatoriamente al procedimiento de OPA. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *El Mercado de Valores en el Perú*. Lima: Cultural Cuzco, 1999. p.293.

(21) Resolución Conasev No.722-97-EF/94.10, del 28 de noviembre de 1997.

(22) En la exposición de motivos -al referirse al artículo 4- justamente se señala que la obligación de efectuar OPA se extiende, también, a aquellos valores que finalmente derivarán o podrán derivar en acciones con derecho a voto. Como vemos, para establecer qué valores deben ser adquiridos a través de una OPA, es necesario conocer, previamente, el derecho que subyace a los valores que se pretenden adquirir.

- a) Acuerdos entre el oferente y el emisor.
- b) En el caso que la contraprestación sea en valores, la información sobre el valor y la sociedad emisora del mismo.
- c) El eventual endeudamiento del oferente o del emisor para la financiación de la oferta.
- d) Los planes futuros del oferente o del emisor para la financiación de la oferta.
- e) Los planes futuros del oferente respecto del emisor.
- f) Mención a si la compra constituye parte o no de adquisiciones en actos sucesivos dentro de un período de doce meses.
- g) Se prevé documentación por las que se acredite las facultades de quien actúa en representación del oferente, cuando éste es una persona jurídica, así como documentación sobre los valores que serán ofrecidos como contraprestación, cuando se trate de un intercambio.
- h) Documentos que acrediten la garantía de la oferta.
- i) Autorizaciones administrativas.
- j) Modelo de aviso de la oferta a publicar, con información mínima.

La publicación y difusión de la oferta -que se resume en el aviso- está sujeta a publicidad por la Bolsa de Valores desde el día de rueda siguiente de recibida la comunicación hasta el final del plazo de la oferta. Asimismo, el oferente, dentro de los dos días útiles de comunicada la oferta a la Conasev, dispone la publicación del aviso por una sola vez en el Diario Oficial *El Peruano* y en un diario que circule en el domicilio del emisor.

El oferente debe poner a disposición de los interesados el prospecto informativo desde el día siguiente de la comunicación de la oferta, en la sede de la empresa y a través de la respectiva sociedad

agente de bolsa.

La publicidad -la difusión de información- es una nota característica del mercado de valores⁽²³⁾. La Ley, así como las normas que desarrollan aspectos del mercado primario y secundario siempre, exigen a los participantes que divulguen un mínimo de información. En líneas generales, la idea es lograr una atmósfera conveniente para que las decisiones de los inversionistas respondan, únicamente, a la pericia y habilidad de análisis que cada cual posee, en consideración a la propia evaluación y medición del riesgo inherente a toda inversión.

En el caso de la OPA -que es una operación del mercado secundario-, la publicidad, a su vez, redundará en la eficiencia de dicho mercado -el de la toma de control-, sobre todo si consideramos que la aparición de otras ofertas no es algo improbable. El conocimiento por parte de otros inversores de una oferta de adquisición abre la posibilidad de que se presenten otras ofertas en mejores condiciones, las cuales, finalmente, benefician a los posibles aceptantes de la misma.

Cabe señalar que dentro del proceso se constituyen como reglas básicas: (i) que el plazo de vigencia de la oferta es de 25 días de rueda y (ii) que la oferta, así como las respectivas aceptaciones, tienen carácter de irrevocables, salvo el caso de las ofertas declaradas inválidas.

La contraprestación, necesariamente, debe ser igual para todos los destinatarios y ésta puede consistir, tal como lo indica el artículo 13 del Reglamento, en dinero, valores o en una combinación de ambas. Es necesario tener en cuenta que los valores que se ofrezcan deben estar inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

El Reglamento en su artículo 14 establece que el oferente debe ofrecer garantías suficientes en

(23) Una de las condiciones fundamentales para la obtención de un mercado eficiente, y quizás la principal justificación para la existencia de regulación en el mercado de valores, consiste en la necesidad de velar por que los participantes en éste, cuenten en forma oportuna, completa, fidedigna, clara y económica, con toda la información relevante acerca de las transacciones realizadas, de los instrumentos y valores transferidos, de los ofertantes y demandantes que actúan en él, así como de aquella información concerniente al comportamiento de las principales variables del sistema económico, de tal modo que en igualdad de condiciones y oportunidades, dispongan de la información suficiente para tomar sus decisiones financieras...

El principio de divulgación de información es posible encontrarlo en todas las legislaciones de mercado de capitales, y se manifiesta fundamentalmente en normas concernientes a la apertura de información empresarial derivada de la solicitud de autorización de oferta pública o inscripción en bolsa, a la información orientada a evitar manipulación y fraudes en los mercados secundarios, y finalmente a la negociación de grandes paquetes de valores o paquetes de control. SILVA WITHMORY, Daniel. *Características e Importancia del Mercado de Valores*. En: *Seminario de Bolsa de Valores: Práctica y Estrategias de Inversión*, 1997.

respaldo de la contraprestación por el pago de los valores que se pretende adquirir. En tal sentido, si la prestación a la que se obliga el oferente es en dinero, la garantía debe constituirse por el monto total de la oferta y puede ser en dinero, fianza, carta de crédito u otra garantía de realización inmediata, otorgada por una empresa del sistema financiero o de seguros.

Asimismo, tenemos que cuando el pago se ofrece en valores emitidos, se debe acreditar la disponibilidad de los mismos -custodia u otro medio que garantice la disponibilidad-. Finalmente, cuando el pago consiste en valores a ser emitidos por el emisor o por el oferente, el valor total de la oferta debe ser garantizado en la forma y los términos indicados para garantizar las contraprestaciones en dinero.

7.4 Mejora de la oferta y la oferta competidora.

El oferente puede mejorar su oferta dentro de los primeros 20 días de rueda, siempre que no se hubiera presentado oferta competidora.

En estos casos, el Reglamento ha establecido en su artículo 16 una serie de parámetros sobre los cuales se evalúa si, efectivamente, estamos ante una mejora de la oferta o no⁽²⁴⁾.

La razón de una oferta competidora está en dada por el contexto en donde se desarrolla la OPA. El mercado bursátil supone un mercado perfecto -el grado de seguridad minimiza riesgos ajenos a la natural inversión, el grado de información que se exige hace que las transacciones sean teóricamente eficientes -. En ese sentido, a través de esta posibilidad, se busca brindar a los destinatarios de la oferta mejores alternativas en caso se presenten.

La oferta competidora se ciñe a los siguientes requisitos:

a) La oportunidad o el plazo para hacer pública la oferta es, en cualquier momento, durante los

primeros veintidós días de rueda.

b) La oferta competidora debe mejorar las condiciones de la oferta vigente que se pretende desplazar.

c) El objeto de la oferta competidora implica la misma clase y número de valores establecidos por la oferta vigente.

Por otro lado, cabe destacar que si bien el oferente inicial puede verse desplazado por una oferta competidora, ello no significa que la oportunidad de ver realizada su pretensión inicial se frustre; la norma establece que el oferente inicial, al igual que cualquier otro que haya sido desplazado, puede mejorar su oferta en tanto el plazo de vigencia de la OPA no haya llegado a término.

Asimismo, la norma frente a la oportunidad que ofrece a todos los participantes para mejorar sus ofertas, adicionalmente, establece a favor del oferente inicial la posibilidad de mejorar su oferta desplazada durante los tres últimos días de rueda previstos como plazo para la OPA⁽²⁵⁾. Cabe señalar, que esta solución genera, de acuerdo a lo indicado en el artículo 24 del Reglamento, la celebración de una subasta cerrada, donde tanto el oferente inicial como el último oferente competidor presentan a la Bolsa la formulación de nuevas ofertas -mejoradas-, las mismas que son evaluadas y calificadas en la Bolsa, luego de lo cual el Director de Mercados adjudica a la mejor oferta el total de aceptaciones.

7.5 Aceptación y liquidación de la oferta.

La manifestación de aceptación se realiza a través de las sociedades agentes de bolsa respectivas, las cuales comunican a la Bolsa, así como a la sociedad agente que actúa por cuenta del oferente (la empresa adquirente), de tales declaraciones, a más tardar al día útil siguiente de recibidas, excepto, claro está, si la declaración de aceptación es expresada el último día

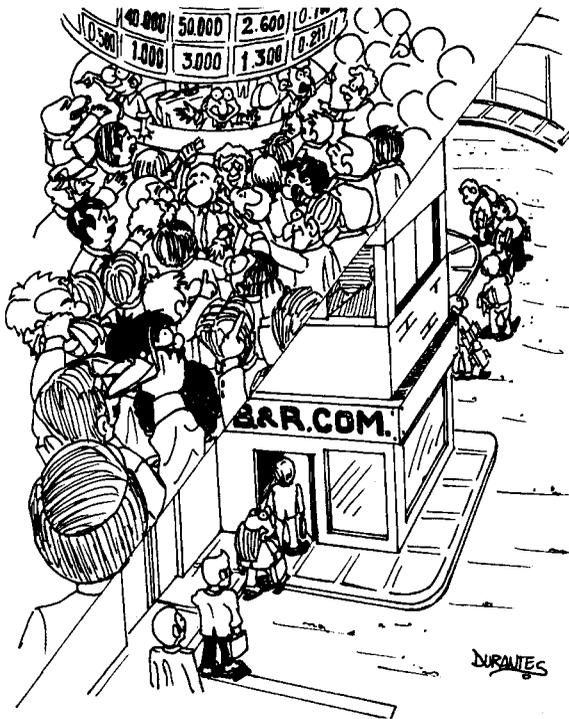
(24) Para efectos de evaluar si estamos o no ante una mejora de la oferta, el artículo 16 del Reglamento establece en su segundo párrafo lo siguiente: Se entiende por mejora de la oferta el aumento de la contraprestación, el aumento del número máximo de valores que el oferente se compromete a adquirir o la mejora en las condiciones de pago, manteniéndose cuando menos iguales los demás elementos de la oferta anterior.

Se considera una mejor condición de pago, la reducción del plazo de liquidación y la que modifica la contraprestación en dinero.

(25) La norma, en estos casos, reconoce el esfuerzo del oferente inicial como descubridor de una oportunidad de negocio; tal como se indica en la exposición de motivos, lo que se ha hecho es considerar el costo de oportunidad del oferente inicial, que es potencialmente el que se expone a un mayor tiempo de espera para liquidar su operación.

de la oferta, en este caso se comunicará a la Bolsa el mismo día antes de las diecisiete horas.

Cabe indicar que la aceptación, como expresión de la voluntad dirigida a la formación del contrato por el cual se transfiere el valor mobiliario que es materia de OPA, en principio es irrevocable; sin embargo, la excepción a esta regla se da en los casos en que la aceptación haya sido expresada durante la vigencia de una oferta competidora declarada inválida.



La liquidación, de acuerdo a lo establecido en el artículo 30 del Reglamento, se efectúa:

a) Cuando la contraprestación consista en dinero y se trate de adquisición de valores inscritos en Bolsa, se liquidará la operación siguiendo el régimen aplicable a las operaciones en rueda, mientras que para el caso de valores no inscritos a los que se extiende la OPA se procederá de acuerdo a lo que establece el prospecto.

b) Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en valores, la OPA se liquidará en la forma establecida en el prospecto.

El plazo que suele considerar el oferente en la práctica para la liquidación de la oferta es de tres días;

cabe indicar que dicho plazo se ajusta al procedimiento general de las operaciones en rueda de bolsa.

8 Sanciones en caso se omita efectuar la OPA.

Para los casos en que se proceda a adquirir acciones que alcancen y/o superen las participaciones significativas reguladas en la Ley y en el Reglamento, se han dispuesto una serie de procedimientos y sanciones.

Así tenemos que el adquirente de las acciones que haya omitido efectuar la OPA quedará suspendido en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a tales acciones⁽²⁶⁾ y estará obligado a efectuar su venta mediante oferta pública dentro de un plazo no mayor a dos meses. En caso obtenga una ganancia de capital por dicha venta, la misma deberá ser reintegrada a los anteriores titulares de los valores. Se ha establecido la nulidad de los acuerdos que adopte en representación de los valores, así como de la disposición de los mismos.

En caso el oferente de la OPA adquiera valores objeto de la oferta, fuera de ésta, durante su vigencia y a un precio mayor al del valor ofrecido, estará obligado a elevar el precio ofrecido al valor más alto transado durante la oferta.

Cabe indicar que en caso los adquirentes realicen las acciones antes descritas, incurrirán en infracción grave de acuerdo con lo establecido en el Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores.

9 Perspectivas de esta clase de operaciones.

El crecimiento de nuestro mercado de capitales está sujeto, entre otras cosas, a que se dé un aumento en la demanda por nuevas fuentes de financiamiento. En ese sentido, si se da el caso que las empresas optan por ser públicas -porque optan por un tipo de financiación a través de recursos propios- ello generaría que, a su vez, el mercado de control pueda surgir y desarrollarse.

Por otro lado, y en atención al fenómeno que viene

(26) Artículo 47 del Reglamento.

sucedendo en los últimos años en relación a los grandes movimientos empresariales, nos damos cuenta que se viene efectuando una real expansión de los negocios como nunca antes se había visto. En tal sentido, las denominadas fusiones y adquisiciones transfronterizas se presentan como medios idóneos para acomodar la actividad empresarial a este mundo cada vez más globalizado.

Respecto a la OPA en nuestro medio, si bien son pocas las empresas que hoy cotizan en bolsa, ello no debe conducirnos a descartar la opción que tienen algunas empresas para crecer en el mercado local a través de adquisiciones (ello puede significar el primer paso para globalizar su actividad); en todo caso no está de más considerar la ventaja que ofrece la regulación de la OPA en nuestro medio para aquellas empresas que busquen adquirir a otras. En este caso nos referimos, de acuerdo a lo previsto por la Ley, al hecho

de que las empresas adquirentes no se ven obligadas desde un inicio a adquirir el total de las acciones de la empresa objetivo, lo cual beneficia a la empresa adquirente en la medida que tiene una mayor disponibilidad de sus recursos al no encontrarse obligada a realizar en un sólo momento un desembolso considerable.

Por último, si bien a la fecha somos testigos de la realización de OPAs en nuestro mercado, lo cierto es que ello no nos puede conducir a afirmar que existe en nuestro medio un verdadero mercado de control, así como una normativa completa y satisfactoria sobre adquisiciones de empresas -y por ende de la OPA-. El desarrollo de la propia norma, así como de otras vinculadas a este tema, sólo se producirá en tanto la casuística revele variables y particularidades que se suelen presentar en el campo de las adquisiciones de empresas⁽²⁷⁾. *AB*

(27) El desarrollo de los procesos de adquisición puede mostrarnos, en la práctica, no sólo la presencia de adquisiciones de tipo hostil -no ajena a nuestro mercado, basta recordar la OPA de Textil Trujillo por Credilsa- y la aplicación de medidas defensivas, sino además formas de adquisición muy variada; por ejemplo, las denominadas financiaciones estructuradas como las LBOs (*leverage buy-outs*), cuya práctica en los Estados Unidos durante la década de los 80 fue algo común -hoy aún se emplea esta herramienta, sólo recordemos el caso de Olivetti y Telecom Italia- y sus tipos, los MBOs (*management buy outs*) o compra de la empresa por los administradores, las MBIs (*management buy-ins*) o adquisición realizada por administradores externos, los IBOs (*investment buy-outs*) o adquisiciones de empresas por inversionistas, etc.

La presencia de las figuras antes mencionadas -sea que puedan o no incorporarse en nuestra normativa sin mayores inconvenientes- impulsará el desarrollo de nuestra legislación del mercado de valores así como del derecho societario.