

# Disertaciones adicionales en torno a las adquisiciones involuntarias, las ofertas públicas de adquisición y el cómputo del capital social: una crítica sana

**Carlos Enrique Arata Delgado**

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
Profesor de Derecho Civil de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

## 1. Introducción.

En el número 25 de esta revista fue publicado el artículo que conjuntamente escribieran Juan Luis Hernández Gazzo y Alfredo Filomeno Ramírez (en adelante, los “Autores”), referido al cómputo del capital social en las ofertas públicas de adquisición (en adelante, “OPA”) y la regulación de las adquisiciones o incrementos involuntarios de participación significativa en el capital social de sociedades con valores inscritos en alguna bolsa de valores, titulado *Las adquisiciones involuntarias y las ofertas públicas de adquisición* (en adelante, el “Artículo”).

En este trabajo pretendo llevar a cabo una crítica a las conclusiones a las que tales Autores llegaron en el referido artículo, crítica que apunta básicamente a aclarar cómo el computar las acciones con derecho a voto, pero respecto a las cuales dicho derecho político ha sido suspendido -en el caso específico de la adquisición de acciones de propia emisión- desvirtúa todos los principios subyacentes a la regulación de las OPA, volviendo posible la adquisición de participación significativa de manera voluntaria sin necesidad de efectuar una OPA.

Antes de empezar el análisis, quiero citar al profesor Luis Diez Canseco, quien en un artículo publicado también en el número 25 de esta revista, señala respecto a los peruanos que “(...) nos perturba

e, incluso, menospreciamos la plática abierta y franca so pena de considerar conflictiva a la persona que lo hace. Preferimos recurrir a los buenos oficios, a la amistad, a la sonrisa forzada, a las medias verdades (...)”<sup>(1)</sup>. Así, esperando no ser considerado polémico, entiendo que sólo la crítica y la discusión permiten al ser humano llegar a la verdad, que solo el intercambio de ideas permite el desarrollo, a continuación expondré los principales argumentos que sustentan mi posición, esperando que éstos calen hondo y permitan el surgimiento de un debate en torno a un aspecto de la regulación nacional de las OPA que poco o nada ha sido tratado, en especial por referirse a un punto de reciente incorporación.

## 2. Cuestiones preliminares.

### 2.1. Idea subyacente al sistema de las OPA obligatorias.

Independientemente de la opinión que pueda tenerse respecto a la necesidad de establecer un sistema de OPA obligatorio como el establecido en la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No. 861 (en adelante, la “LMV”), resulta conveniente realizar un muy breve análisis de los fundamentos de la regulación de las OPA obligatorias con la finalidad de comprender cabalmente los argumentos sobre los cuales se basa la crítica contenida en este artículo.

(1) DIEZ CANSECO NUÑEZ, Luis. *Nadie le reza a un santo sino para pedirle favores. Reflexiones preliminares sobre el lobbying*. En: *Ius et Veritas*. Año XIII. Número 25. Lima, noviembre de 2002. p. 72.

Hablando en términos generales de cualquier ente societario (sociedad anónima abierta, cerrada, sociedad comercial de responsabilidad limitada, etcétera), siempre el control de la misma tiene un valor. En efecto, ejercer el control de una sociedad implica, para quien lo detenta, la posibilidad de guiar la vida social al ostentar la mayoría para la adopción de acuerdos en las juntas generales de accionistas. Por lo tanto, esta persona, la “controladora”, goza de una situación privilegiada dentro de la sociedad, y vender tal posición, lógicamente, importa un costo adicional.

Es así que podríamos hablar de un “mercado de control societario” en tanto dicho control tiene un precio independiente al de las acciones representativas del capital de la sociedad en cuestión.

Sin embargo, ¿qué es lo que determina una regulación para la adquisición de dicho control únicamente para las sociedades con acciones inscritas en bolsas de valores y no para la generalidad de sociedades?

La respuesta se encuentra en la naturaleza de los mercados de valores. Éstos, como medios de captación del ahorro público, requieren una regulación especial, la misma que principalmente se encuentra dirigida a proteger adecuadamente los derechos de los inversionistas. En efecto, la supervisión y regulación de los mercados de valores se encuentra encaminada a asegurar o, mejor dicho, compeler a los partícipes del mercado a comportarse lealmente. Resulta claro que lo central es que el inversionista se sienta protegido, que tenga plena confianza que el riesgo que asume con su inversión se encuentra únicamente en la información suministrada y no en factores externos, como puede serlo el comportamiento desleal de su agente de intermediación o de los administradores o accionistas mayoritarios de la sociedad emisora. Como señala José Antonio Payet, citando a Cox, Hillman y Langevoort: “(l)a legislación del mercado de valores existe debido a las necesidades únicas de información que tienen los inversionistas. A diferencia de los automóviles y otros bienes tangibles, los valores mobiliarios son inherentemente valiosos. Su valor proviene solo de los derechos que otorgan a su titular sobre activos y los ingresos del emisor, o del poder de voto que

acompañan dichos derechos. Por tanto, decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos y mercados, su administración y ambiente regulatorio y de la competencia. Con esta información, los inversionistas pueden intentar hacer un estimado razonable del valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor mobiliario confiere”<sup>(2)</sup>. ¿Cómo es que tal protección se materializa en el caso de la toma de control de una sociedad cotizada?

Tradicionalmente, los autores que se inclinan por la regulación y el establecimiento de un sistema de OPA obligatorias, fundamentan su argumentación básicamente en lo siguiente: (i) existe una prima de control, que es justamente ese sobre precio que paga el comprador a fin de ostentar el control de la sociedad cotizada; dicho sobre precio o prima existente al vender el control de la sociedad debe ser repartido entre todos los accionistas por cuanto es un valor agregado que pertenece a la sociedad y por lo tanto todos los accionistas, mayoritarios y minoritarios, deben estar en la misma posibilidad de beneficiarse de él, respetándose de tal manera el principio de paridad de trato que debe existir entre todos los inversionistas del mercado; (ii) todos los accionistas deben encontrarse plenamente informados sobre los planes del adquirente respecto de la sociedad y por lo tanto la adquisición debe realizarse a través de una oferta pública, de manera tal que el mercado reciba suficiente información al respecto; y, (iii) la OPA constituye un mecanismo de salida para los inversionistas en caso consideren que el nuevo “controlador” no es beneficioso para su inversión.

Es justamente en tal sentido que en el artículo 3 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución CONASEV No. 630-1997-EF/94.10 (en adelante, el “Reglamento de OPA”) y modificado por Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10, se dispone textualmente lo siguiente:

“Artículo 3. Propósito de la OPA y de la OPC. La oferta pública de adquisición tiene como propósito que todos los accionistas titulares de los valores a que se refiere el artículo 7 del Reglamento reciban un tratamiento equivalente en caso de

(2) PAYET PUCCIO, José Antonio. *Razones para regular el Mercado de Valores*. En: *Themis. Revista de Derecho*. Número 33. Lima, 1996. p. 96.

adquisición o incremento de participación significativa en sociedades con acciones con derecho de voto inscritas en rueda de bolsa, y en el pago de la prima que con tal motivo se les ofrezca. Asimismo, tiene la finalidad de asegurar la divulgación de información necesaria para que los destinatarios de la oferta puedan formular un juicio fundado respecto de la conveniencia o no de transferir sus valores”.

Así, la OPA se configura principalmente como un mecanismo obligatorio *a priori* para obtener el control de la sociedad objetivo; esto es, en caso una persona desee adquirir el control de una sociedad cotizada, se encuentra obligada a adquirir tal control por la vía de una OPA.

Sin embargo, existen supuestos en los que las OPA se dan *a posteriori*. En estos casos, puede suceder que el control de la sociedad cotizada sea adquirido de manera involuntaria como voluntaria, pues se pueden tratar de supuestos en los que el control ha sido adquirido por una vía distinta a la oferta pública pero con toda la voluntad de tomar dicho control. Para dicho efecto, basta con imaginar, por ejemplo, en las adquisiciones indirectas. En tal supuesto, se adquiere el control de una sociedad *holding* que a su vez controla una sociedad inscrita en bolsa. No regular un supuesto como este, y, consiguientemente, no imponer la obligación de efectuar una OPA, contravendría el fundamento de la regulación de las OPA obligatorias: la toma de control.

Por lo tanto, no resulta del todo cierto lo que dicen los Autores en el artículo “(...) estamos aludiendo a que la idea de voluntariedad en la adquisición o incremento de la participación significativa resulta fundamental para la aplicación del supuesto de hecho general de las normas sobre OPA”. En efecto, el supuesto de hecho general de las OPA no se encuentra en la voluntariedad, sino en la toma de control. La voluntad del adquirente es un elemento adicional y accidental de este tipo de ofertas, pues como analizaré de manera más profunda más adelante, es la toma de control el elemento central del supuesto de hecho.

Con ello no quiero dar a entender al lector que la voluntariedad no es un elemento que debe encontrarse presente al momento de imponer la obligación de efectuar una OPA. En efecto, si se entiende a las OPA como mecanismos de protección de los accionistas minoritarios en las tomas de control de sociedades cotizadas -como se

mencionara anteriormente-, lógico es entender también que la generalidad de los casos son voluntarios, y por ello es que el artículo 4 del Reglamento de OPA hace referencia a que la obligatoriedad de efectuar la oferta se produce cuando alguien pretende adquirir participación significativa en la sociedad emisora.

Sin embargo, lógico también es entender que existan supuestos de tomas de control indirectas o **mal llamadas involuntarias** y que, en función al principio subyacente a las OPA, deben encontrarse también regulados, sin que necesariamente se traten de supuestos de excepción, tal como lo demuestro en el numeral 5.2. de este trabajo.

De esta manera, como analizaré más adelante, la idea central de los Autores, esto es, que la voluntariedad es fundamental en la regulación de las OPA, si bien no es incorrecta, parte de una inadecuada interpretación del Reglamento de OPA, el cual define como involuntarias adquisiciones de control que realmente no lo son.

## 2.2. La autocartera.

Autocartera es el término comúnmente empleado para definir aquella situación en la que la sociedad adquiere acciones de propia emisión, de manera directa o a través de sus subsidiarias. En la medida que se trata de una situación anómala en la que la sociedad sufre un detrimento patrimonial, la autocartera es objeto de una regulación especial en nuestra legislación.

Respecto al caso de la autocartera simple (sin amortización) y que no responde a un posible daño grave a la sociedad -que básicamente se trata del supuesto de hecho del que tratará este trabajo-, el numeral 4 del tercer párrafo del artículo 104 de la Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, la “LGS”) dispone que: “(...) La sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo a beneficios y reservas libres en los casos siguientes: (...) 4. Sin necesidad de amortizarlas, previo acuerdo de la junta general para mantenerlas en cartera por un período máximo de dos años y en un monto no mayor al diez por ciento del capital suscrito”. Y el último párrafo del mismo artículo 104 de la LGS dispone que: “mientras las acciones a que se refiere este artículo se encuentren en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos correspondientes a las mismas. Dichas acciones no tendrán efectos para el cómputo de quóruns y mayorías y su valor debe ser reflejado en una cuenta especial del balance”.

Puede observarse que tan anómala es la existencia de una autocartera que el legislador ha optado -correctamente a nuestro entender- por suprimir los derechos económicos y políticos correspondientes a tales acciones, de manera tal que las acciones en poder de la sociedad no son empleadas para computar quórum y mayorías; vale decir, **no son empleadas para controlar a la sociedad como se verá a continuación.**

### 3. Control de la sociedad cotizada y cómputo de participación significativa.

Como mencionara en el capítulo anterior, el establecimiento de un sistema de OPA obligatorias tiene por finalidad proteger a los accionistas minoritarios -inversionistas- en caso de tomas de control, por lo que corresponde determinar ahora qué es lo que nuestra legislación entiende por control de una sociedad, es decir, sobre qué base se determina cuándo alguien ejerce control de una sociedad. Ya se dijo que el control es la posibilidad de tener un voto mayoritario en la sociedad. Como dice Cachón Blanco: “el concepto de control (**concepto jurídico indeterminado y susceptible de interpretaciones y de aplicaciones casuísticas diferenciadas**) viene definido tradicionalmente por el grado de participación en los órganos de la sociedad, y en consecuencia, de las decisiones por éstos adoptadas. El control de una sociedad va vinculado al tema del porcentaje de participación, pero no son realidades idénticas (...). **El control de la sociedad es, pues, una situación de facto, que deriva de las circunstancias particulares vigentes en cada caso, y el porcentaje de participación es un dato objetivo, que puede y suele ser tomado como indicador del anterior, no como una prueba *iure et de iure* al efecto**”<sup>(3)</sup> (resaltado ha sido agregado).

Por su parte, el artículo 68 de la LMV textualmente señala lo siguiente: “Artículo 68. Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa. La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de

adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto de dicha sociedad”. Corresponde preguntarse: ¿qué se debe entender por participación significativa según nuestra legislación?

Al respecto, en el artículo 5 del Reglamento de OPA textualmente se dispone que:

“Artículo 5. Cómputo de la participación significativa. Se considera participación significativa para efectos del presente Reglamento toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del Capital Social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su Capital Social inscritas en una bolsa de valores.

(...)

Para efectos del cómputo de la participación significativa se considera el porcentaje que representan respecto del Capital Social, los valores a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento que el eventual obligado a hacer una OPA posee o pretende adquirir a la fecha del cómputo, el mismo que deberá calcularse con una anterioridad no mayor a 48 horas de la fecha la formulación de la OPA”.

Ahora bien, el Reglamento de OPA hace referencia de manera general al capital social de la sociedad objetivo. ¿Cómo debe interpretarse este concepto?

Queda claro que en la medida que las OPA se encuentran dirigidas a situaciones de adquisición de control de una sociedad cotizada, por capital social deberá entenderse únicamente a aquella porción del capital representado por acciones con derecho a voto. Es aquí donde comienza mi discrepancia con los Autores.

El literal d) del artículo 2 del Reglamento de OPA define capital social como: “(e)l capital social, totalmente suscrito y pagado al menos en un 25 por ciento, representado por acciones con derecho a voto que se encuentra inscrito o en trámite de inscripción en el registro de Personas Jurídicas del sistema nacional de Registros Públicos al día anterior a la oferta, más las acciones con derecho a voto susceptibles de ser emitidas correspondientes a certificados de suscripción preferente emitidos”. Para los Autores, esta definición “(...) comprende a todas las acciones con derecho a voto de la sociedad emisora”.

(3) CACHÓN BLANCO, José Enrique. *Derecho del Mercado de Valores*. Tomo II. Madrid: Dykinson, 1993. p. 312.

En efecto, para los Autores, por capital social, según su interpretación del Reglamento de OPA, debe entenderse a las acciones con derecho a voto en general, incluyendo por tanto a las acciones con derecho a voto pero con tal derecho suspendido, como ocurre con los casos de autocartera.

La razón para esta interpretación es, según los Autores, que las acciones con el derecho a voto suspendido no dejan de ser acciones con derecho a voto, es decir, la suspensión de tal derecho no importa que se conviertan en acciones sin derecho a voto, y, en cuanto no se debe distinguir donde la ley no distingue, deben formar parte del capital social según el literal d) del artículo 2 del Reglamento de las OPA.

No dejan de tener razón: una acción con el derecho a voto suspendido por supuesto que es una acción con derecho a voto, afirmación que realmente no requiere mayor investigación ni discusión. Sin embargo, ¿es una acción que debe computarse a fin de determinar quién ejerce el control de la sociedad?, ¿realmente se está haciendo una distinción? Si la acción no da derecho a voto por estar éste suspendido, la respuesta debe ser contundente, no. En efecto, si los Autores admiten que es el control de la sociedad objetivo la idea subyacente a la regulación de las OPA, ¿cómo afirmar que la autocartera debe ser computada como parte del capital social de la sociedad si es que las acciones que la integran no dan derecho a voto, al menos por un determinado periodo de tiempo y por lo tanto, no conceden control dentro de la sociedad emisora? ¿Cómo afirmar que se trata de un supuesto de excepción?

Los Autores textualmente señalan en el artículo que "(...) Si tomamos en cuenta que la suspensión del derecho a voto de una acción con derecho a voto no cuestiona su naturaleza jurídica, podemos afirmar que, aunque en estas acciones se encuentre suspendido el derecho a voto, deben entrar a formar parte del cómputo total a fin de determinar si se alcanza o incrementa la participación significativa de acuerdo con lo previsto con el artículo 5 del ROPA, toda vez que la intención del artículo 2 de dicha norma ha sido excluir de su universo sólo a las acciones sin derecho a voto, las que por su propia naturaleza son irrelevantes para efectos de ejercer un control sobre la administración y junta de la sociedad". Siguiendo esta lógica, cabría preguntar a los Autores: ¿las acciones que conforman la autocartera sí son

relevantes para ejercer control de la sociedad? De ser afirmativa la respuesta -como en efecto lo es para los Autores- tendría que preguntarse entonces: ¿en qué sentido una acción con derecho a voto, pero con tal derecho suspendido, puede ser relevante para controlar la sociedad? Si el titular de esa acción -la propia sociedad emisora- no puede ejercer su derecho a voto, ¿cómo es que tal acción puede ser relevante para ejercer el control de la sociedad emisora?

La lógica conclusión a la que se debe arribar es que las acciones que conforman la autocartera no deben formar parte del universo de acciones computables a fin de determinar la participación significativa. En efecto, la conclusión a la que el lector debe arribar de manera inmediata es que justamente las acciones que tienen el derecho a voto suspendido no deben tomarse en cuenta para determinar la participación significativa en el capital social susceptible de conceder control dentro de la sociedad emisora.

Al respecto, el Tribunal Administrativo de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV (en adelante, el "Tribunal"), en la Resolución No. 054-2002-EF/94.12 señaló que "(1) a interpretación *a fortiori* del artículo 31 inciso c) lleva a entender, entonces, que en la normativa peruana la regla general de cómputo de capital es la de excluir de su cómputo las acciones que tienen el derecho a voto suspendido que conforman la autocartera". ¿Por qué llega el Tribunal a esta interpretación?

La interpretación que realiza el Tribunal es plenamente coherente con la lógica que debe tenerse al leer el Reglamento de las OPA. Este tipo de ofertas, como he mencionado en reiteradas oportunidades, tiene por finalidad proteger al inversionista en las tomas de control de sociedades cotizadas. Así, es bajo esa óptica que deben ser analizados todos los dispositivos que a estas ofertas se refieren. Siguiendo esa lógica, si una acción no es relevante para ejercer el control, no debe ser computada para determinar si existe obligación de realizar una OPA.

Por lo tanto, procedo afirmar lo siguiente:

a) En todo análisis que se realice en torno a las OPA obligatorias y su regulación no debe perderse de vista que lo que se busca es proteger al accionista minoritario de tomas de control de la sociedad emisora, entendiendo por control la mayoría de voto dentro de los órganos de

administración o dentro de la junta de accionistas de la sociedad emisora.

b) Ergo, por capital social de la sociedad emisora, para efectos de la regulación de las OPA, debe entenderse aquél que conceda a sus titulares derecho a voto.

c) Cuando el Reglamento de las OPA define capital social como aquél representado por acciones con derecho a voto debe entenderse, por lo tanto, y con la finalidad de ser coherente con los principios subyacentes a las OPA, únicamente aquellas acciones que al momento de realizar el cómputo ostenten derecho a voto.

d) En tal sentido, deberán excluirse del concepto de capital social, para efectos de determinar si una persona está adquiriendo o incrementando participación significativa, a aquellas acciones que tienen el derecho a voto suspendido, pues no conceden control alguno dentro de la sociedad emisora.

Ahora bien, el lector se debe estar preguntando ahora, ¿pero si existen otros supuestos de suspensión del derecho de voto, no se llevaría a un absurdo una interpretación como esa? A continuación doy respuesta a esta interrogante.

#### **4. Suspensión del derecho de voto y adquisiciones involuntarias de participación significativa.**

Como es de conocimiento del lector, la autocartera no es el único supuesto de suspensión de los derechos políticos de las acciones. Así se tiene, por ejemplo, lo dispuesto en el artículo 133 de la LGS, que suspende el derecho a voto a aquel accionista que tenga, por cuenta propia o de tercero, un conflicto de intereses frente a la sociedad; o, por ejemplo, el caso del accionista moroso, quien, conforme lo dispuesto en el artículo 79 de la LGS, no puede ejercer derecho de voto respecto a las acciones cuyo dividendo pasivo no haya sido cancelado en la forma y plazo establecida en el pacto social o en el acuerdo de junta de accionistas.

¿En qué se diferencian estos supuestos con la adquisición de acciones de propia emisión? En que en los supuestos de autocartera directa o indirecta, si bien la suspensión del derecho a voto es impuesta por ley, el supuesto de hecho es siempre una decisión voluntaria de los órganos de administración o la junta general de accionistas de la sociedad emisora (la LGS impone que la decisión sea tomada por la junta general de accionistas, por lo que no cabe

entrar a discutir en este trabajo si la decisión puede o no ser delegada al directorio). Sin embargo, las situaciones de conflicto de interés o de accionistas morosos son situaciones en las que el supuesto de hecho se produce -en términos latos- de manera involuntaria.

Por lo tanto, mal hacen los Autores en poner como ejemplos de las distorsiones a las normas sobre las OPA, que podría significar no considerar a las acciones incluidas en la autocartera como parte del capital social a situaciones de conflicto de interés en las juntas generales de accionistas o de accionistas morosos, pues éstos se tratan de supuestos ajenos al accionista que adquiere o incrementa su participación significativa, sin que se trate de una decisión de la propia sociedad emisora.

En efecto, los Autores señalan que “(e)n el supuesto negado por nosotros, de que se pretenda sostener una interpretación mediante la cual las acciones cuyo voto se encuentra suspendido no forman parte de la base de cálculo para determinar el capital social sobre el que se mediría la adquisición o incremento de participación significativa, se podrían generar serias distorsiones en la aplicación de las normas sobre OPA”. Y señalan dos ejemplos:

a) El primero de ellos referido a un accionista moroso, señalando que en este caso se suspendería el derecho de voto y, otro accionista incrementa por lo tanto su participación dentro de la junta general al realizar el “recálculo” de acciones con derecho a voto, señalando los Autores que se trató de un hecho “(...) que no podía prever y que no dependió de él”.

b) El segundo ejemplo se refiere a una situación de conflicto de intereses y que, como consecuencia de ello, uno de los accionistas incrementa su participación al realizar el mentado “recálculo” para la toma de decisiones donde tal conflicto de intereses se manifiesta, pero que minutos después la pierde al momento de tomar otros acuerdos donde no existe tal conflicto, señalando que no existe nada más absurdo.

Al respecto, es pertinente señalar que no existe nada más absurdo que llevar la idea de no computar las acciones con el derecho a voto suspendido hasta esos extremos. En efecto, tal nunca fue la intención del regulador, pues los ejemplos señalados por los Autores ni siquiera son los establecidos en el Reglamento de las OPA como supuestos de adquisiciones “involuntarias”; peor aún, el único

supuesto establecido en el Reglamento de exclusión de acciones con el derecho a voto suspendido es el de la autocartera. ¿Y por qué es el único supuesto? Porque es el único donde existe una decisión voluntaria de la sociedad emisora, decisión en la que el sujeto activo de la norma -esto es, el accionista como se verá más adelante- participa activamente.

En efecto, el artículo 31 del Reglamento dispone los siguientes supuestos como aquéllos que involucran también la obligación de efectuar una OPA<sup>(4)</sup>:

a) Adquisiciones indirectas. En este supuesto, se adquiere la participación significativa a través de reorganizaciones societarias o mediante la adquisición de acciones de una sociedad *holding*, que a su vez es titular de acciones de una sociedad con acciones inscritas en bolsa (literal a) del artículo 31 del Reglamento.

b) Adquisiciones resultantes de las ofertas públicas de venta (en adelante, "OPV"). En este supuesto, si el aceptante de una OPV adquiere o incrementa su participación significativa en una sociedad listada, deberá efectuar una OPA por el número de valores adquiridos (literal b) del artículo 31 del Reglamento.

c) Adquisiciones involuntarias. Se trata del supuesto de este trabajo. El literal c) del artículo 31 del Reglamento textualmente señala lo siguiente:

"Adquisiciones Involuntarias. Cuando se alcance o incremente la participación significativa en cualquiera de los porcentajes señalados en el artículo 6 del Reglamento, como consecuencia de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o su subsidiaria, el adquirente deberá vender mediante una OPV incondicional el exceso sobre su participación significativa a que se refiere los incisos a), b) o c) del referido artículo 6, el que resulte aplicable, o efectuar una OPA dentro de los 3 meses siguientes a la adquisición, prorrogables por 3 meses más a solicitud fundamentada del obligado, por el número de valores adquiridos involuntariamente pero en ningún caso por menos del mínimo que resulte de la aplicación de los incisos a), b) o c) del artículo 6 del Reglamento, el que corresponda".

Ahora bien, ¿por qué se incluye sólo este supuesto de suspensión del derecho a voto y no los otros que

mencionara anteriormente y que sirvieron a los Autores para malinterpretar la finalidad del literal c) del artículo 31 del Reglamento? La respuesta es sencilla: en todos los casos mencionados anteriormente, incluyendo la autocartera, existe una voluntad del adquirente, aun cuando el legislador haya definido este último supuesto como involuntario. A continuación analizaré con mayor detenimiento la respuesta a esta interrogante y espero que sea satisfactoria para el lector.

## 5. El artículo. La crítica.

### 5.1. La voluntariedad como elemento central de la regulación de las OPA. ¿No debería ser el control?

Los Autores señalan que es la voluntariedad el elemento central y fundamental en toda la regulación de las OPA, amparándose para ello en el artículo 68 de la LMV señalando lo siguiente: "(c)uando nos referimos a la intención de un sujeto de adquirir o incrementar participación significativa, estamos aludiendo a que la idea de Voluntariedad en la adquisición o incremento de la participación significativa resulta fundamental para la aplicación del supuesto de hecho general de las normas sobre las OPA"; y más adelante, "(r)esulta claro que el supuesto de hecho general de la norma es la voluntariedad de la adquisición o incremento de la participación significativa".

Bien, a continuación analizaré por qué la postura de los Autores no es del todo correcta y resulta, por lo tanto, ser un punto de partida débil de su análisis. Como mencionara anteriormente, uno de los fundamentos que emplean los defensores de la idea de las OPA obligatorias es que el control de la sociedad es un valor agregado que le pertenece a ésta, y por lo tanto, la prima que se paga por la transferencia del control de la sociedad debe ser repartida entre todos los accionistas.

En tal sentido, lo fundamental que se encuentra alrededor y que impregna toda la regulación de las OPA es el control, la adquisición o incremento de éste dentro de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, no la voluntariedad de la adquisición o incremento de participación significativa.

(4) El artículo 4 del Reglamento de OPA -citado más adelante- expresamente incluye estos supuestos dentro del supuesto de hecho general, por lo que mal puede afirmarse que se trata de supuestos de excepción, tal como explicaré en el numeral 5.2. del presente trabajo.

Claro está, la adquisición se debe realizar de manera voluntaria, pero no es un elemento central, sino accidental. Imaginemos, por ejemplo, el supuesto de adquisiciones indirectas. En estos casos, el comprador de la sociedad *holding* puede como puede no querer tomar control de la sociedad listada en bolsa, sin embargo, la consecuencia es la misma.

Pero es pertinente hablar el supuesto que interesa para efectos del presente trabajo: la autocartera. ¿Es realmente un supuesto de adquisición o incremento de participación significativa involuntario? No lo creo.

En efecto, mal hace el legislador al denominar adquisiciones involuntarias a los supuestos de autocartera, llevando al lector del Reglamento de las OPA a considerarlo como un supuesto de excepción.

¿Qué dice el legislador respecto al artículo 31 en la exposición de motivos del Reglamento de las OPA? “(e)sta disposición pretende excluir de la obligación de realizar una OPA en los casos en que involuntariamente se haya adquirido o incrementado la participación significativa, de modo que tal obligación no constituya una traba para los procesos de reorganización societaria”. Nada más claro, la adquisición o incremento de la participación significativa se debe llevar a cabo de manera voluntaria, de lo contrario, no se excluirían aquellos supuestos donde tal acto es involuntario. ¿Entonces, dónde está mi discrepancia con los Autores?

La respuesta a esta interrogante será vista al responder las interrogantes siguientes, no sin antes dejando en claro que es la toma de control de sociedades cotizadas en bolsa el elemento central de la regulación de las OPA, y que cualquier supuesto que involucre tal toma de control deberá ser tomada en cuenta por el legislador.

## 5.2. ¿Son realmente los supuestos establecidos en el artículo 31 del Reglamento de OPA supuestos de excepción?

Los Autores consideran que el literal c) del artículo 31 del Reglamento de OPA se trata de un supuesto de excepción por dos motivos: (i) se trata de una definición especial de capital social únicamente aplicable para dicho supuesto; y, (ii) se trata de un supuesto en la que la adquisición se da de manera involuntaria. Ni una ni la otra son correctas, explico por qué:

a) Tal como señalara en repetidas oportunidades en este trabajo -y, aunque suene

reiterativo considero pertinente apuntarlo nuevamente-, el fundamento de la regulación de las OPA es la toma de control, no la voluntariedad. En tal sentido, cualquier interpretación a toda norma relacionada con este tema debe encontrarse dirigida a proteger a los inversionistas en las tomas de control de las sociedades cotizadas.

Así, remitiéndome a la idea de capital social que debe entenderse al hablar de las OPA, expresada en el capítulo 2 de este trabajo, soy de la idea que por capital social para efectos de determinar la obligación de efectuar una OPA tiene que tenerse en cuenta a aquellas acciones con derecho a voto que de manera efectiva permitan a su titular ejercer el control de la sociedad. Lo contrario sería permitir supuestos de adquisiciones de control por parte de terceros o accionistas del emisor sin obligar a efectuar una OPA sin imponer las sanciones correspondientes. Analizaré este punto detenidamente más adelante.

b) ¿Es involuntaria la adquisición o incremento de participación significativa en los supuestos de autocartera? Existirán supuestos en los que sí y otros en los que no, resultando imposible señalar *a priori* una respuesta que no peque con generalizar y por lo tanto equivocarse.

Es justamente por ello que los Autores incurren en un error al interpretar el literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA. Consideran que, en tanto voluntario, este supuesto únicamente se producirá cuando la adquisición de acciones de propia emisión sea una decisión de los accionistas que ya ejercían el control de la sociedad emisora, teniendo que ser, por lo tanto, un supuesto claro de excepción. Como se verá en el numeral 4.4. siguiente, ello no es cierto.

Más aún, véase lo que textualmente señala el artículo 4 del Reglamento de las OPA: “Artículo 4. Obligación de efectuar OPA. Está obligada a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que pretenda adquirir a título oneroso, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, dentro de un período de doce meses, obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto, así como acciones con derecho a voto de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición le

permita alcanzar o incrementar la participación significativa en el Emisor de tales acciones. **Asimismo, está obligada a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que se encuentre dentro de los supuestos contemplados en los artículos 31, 44 a) y segundo párrafo del artículo 45**". (Resaltado incluido).

¡El Reglamento de las OPA textualmente incluye a los supuestos del artículo 31 dentro del precepto general! El artículo 4 del Reglamento señala cuándo será obligatorio efectuar una OPA, estableciendo, dentro de tales supuestos, aquéllos contenidos en el artículo 31 del Reglamento de las OPA. No comprendo por qué los Autores los consideran supuestos de excepción.

El supuesto del literal c) de artículo 31 del Reglamento de las OPA se encuentra también impregnado de la voluntariedad, y por ello es que también es mencionado en el citado artículo 4 de dicho cuerpo legislativo.

En efecto, para nuestro legislador lo importante es la toma de control de una sociedad cotizada, y, a fin de no impedir de manera absurda y absoluta el normal desenvolvimiento de la vida de las sociedades, incluye también la voluntariedad. El error de nuestro legislador estuvo en denominar incorrectamente a las situaciones de autocartera como adquisiciones involuntarias, cuando no lo son; y al no serlo, tales supuestos no son supuestos de excepción, por lo que debe entenderse que el capital social establecido en el Reglamento de las OPA es aquél que concede control, eliminando de tal manera las acciones con derecho a voto suspendido.

## 5.2. Consideraciones de transparencia.

Otro argumento que emplean los Autores para señalar que las acciones con el derecho a voto suspendido deben ser computadas para establecer el capital social a efectos de imponer la obligación de formular una OPA es que la autocartera no es de conocimiento público. Al respecto, señalan lo siguiente: "(d)ebemos mencionar que, al no estar dentro de las posibilidades reales de un accionista el determinar con precisión cuándo se ha producido una adquisición de acciones de propia emisión o cuando una subsidiaria ha adquirido tales acciones, debiera ser la propia sociedad emisora la que realice el **recálculo** y determine qué accionista o accionistas han alcanzado o aumentado su participación significativa a efectos de comunicarles tal hecho a los accionistas involucrados y, por ende, informarles

---

En efecto, mal hace el legislador al denominar adquisiciones involuntarias a los supuestos de autocartera, llevando al lector del Reglamento de las OPA a considerarlo como una excepción.

---

de la obligación de realizar la OPV o la OPA, según corresponda (...) Los accionistas no tienen acceso a la matrícula de acciones de emisor, más aun tratándose de sociedades listadas en bolsa y que se rigen por el sistema de anotaciones en cuenta (...) En este sentido, podemos concluir que a un accionista que se encuentre dentro del supuesto del literal c) del artículo 31 del ROPA sólo se le podrá exigir el cumplimiento del mandato previsto en dicha norma cuando efectivamente tenga conocimiento de que ha adquirido o incrementado su participación significativa de forma involuntaria".

En primer lugar cabe mencionar, ¿acaso el literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA sólo se aplica en casos involuntarios? ¿Qué sucedería si un accionista aprovecha una situación en la que sin tener control de la sociedad tiene mayoría en la junta general de accionistas y decide que la sociedad adquiera acciones de propia emisión? En este supuesto, si consideramos que el literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA sólo se aplica en supuestos donde no existe voluntad del adquirente en tomar control, no surgiría la obligación de efectuar al correspondiente OPA u OPV. En fin, entendiendo -y así lo espero- que tal no fue la lectura que los Autores pretendieron que se dé a su afirmación, pasaré a analizar la supuesta falta de transparencia que, según los Autores, involucraría no computar a las acciones con derecho a voto suspendido dentro del capital social.

De acuerdo con los Autores, el supuesto del literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA únicamente debe ser aplicado a accionistas que ya controlan la sociedad. La razón es que, para terceros no accionistas, o para quienes no controlan la sociedad (o no son propietarios de por lo menos el 5 por ciento de las acciones representativas del capital social de la sociedad emisora), resulta imposible tener conocimiento de cuál es la cantidad de acciones en autocartera directa o indirecta. Ello es cierto, o mejor dicho, fue cierto.

Hasta la expedición del nuevo Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, aprobado mediante Resolución CONASEV No. 107-2002-EF/94.10 (en adelante, el “Reglamento de Hechos de Importancia”), únicamente se podía tener conocimiento de la autocartera si ésta era superior al 5 por ciento del capital social pagado de la entidad emisora, pues no existía una obligación específica de informar sobre la constitución de autocartera debiendo remitirse a la obligación general de informar transferencias del 5 por ciento o más del capital social. Sin embargo, el literal D del Anexo I del Reglamento de Hechos de Importancia establece textualmente lo siguiente:

**“D. Circunstancias respecto a operaciones con acciones de propia emisión (autocartera):**

i. Planes y programas de adquisición o enajenación de acciones de propia emisión del emisor o de las empresas controladas por éste, **debiendo indicar los montos**, clases de acciones, plazos y demás condiciones establecidas.

ii. Autorización y/o realización de operaciones con acciones de propia emisión de propiedad del emisor o de las empresas controladas por éste, **debiendo indicar los montos**, clases de acciones, plazos y demás condiciones establecidas”. (Resaltado incluido)

¿Dónde queda el análisis de los Autores que por capital social para efectos de las OPA debe entenderse a las acciones con derecho a voto aun cuando éste se encuentre suspendido a fin de preservar la transparencia del mercado de valores?

En mi opinión, la inclusión de la autocartera como supuesto específico de hecho de importancia que debe ser informado a la CONASEV y, por lo tanto al mercado es simplemente una consideración de la autocartera como una situación especial dentro de la vida social que afecta de manera significativa al mercado, ¿Cómo se produce esta afectación? Justamente modificando la balanza de votos, de control, dentro de la junta general de accionistas.

En efecto, por modificarse un elemento trascendental en la vida social -la capacidad para ejercer el control-, esta modificación de la composición accionaria debe ser informada. Por lo tanto, al tratarse ahora la autocartera de información pública, no tiene asidero afirmar que no es posible conocer la cantidad real de acciones con un derecho a voto efectivo, pues bastará que el interesado se acerque al Registro Público del Mercado de Valores y recabe la información.

**5.3. El literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA sólo se debe aplicar a los accionistas de la sociedad emisora que incrementan su participación significativa.**

Los Autores afirman lo siguiente: “(...) El **recálculo** se debe producir toda vez que, o bien nos encontremos en un supuesto de adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o de adquisición de acciones por su subsidiaria con la finalidad de analizar si producto de dicha adquisición **el accionista adquiere o no participación significativa**”. (Resaltado incluido).

Y más adelante señalan: “(p)or ende, creemos que el **recálculo** al que hace referencia la norma (¿la norma hace referencia a un recálculo?) se debe realizar **únicamente** en aquellos supuestos en que se produce: (i) una adquisición de acciones de propia emisión; o, (ii) una adquisición de acciones por parte de su subsidiaria, y solo para efectos de determinar si algún accionista ha alcanzado o incrementado participación significativa”. (Agregado del autor).

¿A alguien le quedaba alguna duda que ese era el campo de aplicación del literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA? Sería un absurdo pensar lo contrario. En efecto, no podría afirmarse que alguien alcanza participación significativa o incrementa ésta como consecuencia de la adquisición por parte del emisor de sus propias acciones, si es que tal persona no era accionista antes de dicha adquisición.

Piense el lector, por ejemplo, el caso de un tercero que no es accionista de la sociedad emisora y ésta adquiere sus propias acciones. ¿Cuál sería el efecto de esa adquisición frente a quienes no son accionistas? En principio ninguno. El “recálculo” del capital social afectaría únicamente a quienes ya son accionistas.

Sin embargo, ello no debe llevar a pensar -como mal hacen los Autores- que el referido “recálculo” del capital social se realiza una única vez y tan sólo aplicable frente a quienes ya son accionistas. En efecto, allí no es donde radica la importancia del literal c) del artículo 31 del Reglamento.

La importancia del literal c) del artículo 31 del Reglamento es que, interpretándolo de manera integral con el resto del Reglamento y bajo la luz del razonamiento que justifica la existencia de las OPA obligatorias, da un nuevo criterio para computar el capital a fin de determinar cuándo surge la obligación de efectuar una OPA.

En efecto, si como dicen los Autores, el “recálculo” es algo excepcional, que el capital social debe ser entendido siempre como todas aquellas acciones con derecho a voto -aún cuando este derecho se encuentre suspendido-, y que el “recálculo” se realiza en un único momento (luego del cual, si ningún accionista adquirió participación significativa o la incrementó, el capital vuelve a su estado “natural”), podría suceder que un accionista adquiriera participación significativa sin necesidad de efectuar una OPA.

Voy a ilustrar lo mencionado en el párrafo anterior con un ejemplo, que espero baste para demostrar lo errada de la concepción de los Autores: “A” es accionista con el 20 por ciento del capital social de la empresa “Z”. Por otro lado, “B” ostenta un 4 por ciento del capital social. Ninguno de ellos tiene participación significativa. La junta general de accionistas decide realizar una adquisición de acciones propia emisión a amparo de la LGS, por el 5 por ciento del capital social <sup>(5)</sup>. Ahora, “Z” sólo tiene 95 acciones con derecho a voto, de las cuales “A” ostenta 20, equivalentes al 21 por ciento del **capital social con derecho a voto**. Por su parte, luego de la adquisición, “B” ostenta el 4.21 por ciento del capital social con derecho a voto. Ni “A” ni “B” adquirieron participación significativa dentro de “Z” y por lo tanto no tienen obligación alguna de efectuar una OPA. Hasta ahí, concuerdo plenamente con los Autores. Sin embargo, según su criterio, el “recálculo” del capital social concluye ahí y, no habiendo ningún accionista adquirido o incrementado su participación significativa dentro de “Z”, el capital social vuelve a ser computado sobre la base de 100 acciones. Nada más errado.

En efecto, ¿qué sucedería si luego de restablecerse el capital social y mientras aún existen acciones en autocartera, “A” adquiere la participación de “B”? Para los Autores no existiría la obligación de efectuar una OPA pues realizada la adquisición de las acciones por la propia sociedad emisora, el capital social vuelve a su estado “natural”. Citando a los Autores, éstos señalan lo siguiente: “por ello que consideramos que **cuando un accionista, producto de una adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad, no adquiere participación significativa, luego podrá realizar adquisiciones voluntarias tomando como porcentaje de participación ya no el porcentaje**

**recalculado en función del supuesto de hecho del literal c) del artículo 31 del ROPA, sino en función del porcentaje anterior al recálculo**”, es decir, considerando como universo el capital social definido por el literal d) del artículo 2 del ROPA y siguiendo las pautas del artículo 5 de dicha norma”. (El resaltado ha sido agregado)

¿No parece absurdo? Claro que sí. Lo que dicen los Autores no resiste mayor análisis. Regresando al ejemplo, “A” pasaría a controlar “Z” sin necesidad de llevar a cabo una OPA y vulnerando los principios subyacentes a la regulación de estas ofertas.

Lo que sucede, entiendo, es que los Autores, en el afán por sustentar que el capital social debe ser determinado aún contando las acciones con el derecho a voto suspendido, olvidan la finalidad de un sistema de OPA obligatorias, dejando de lado supuestos como los del ejemplo antes señalado.

En efecto, si se tiene en cuenta que la finalidad de tal sistema es proteger al inversionista minoritario dotándolo de información suficiente sobre la adquisición de la empresa, brindándole un mecanismo de salida y la oportunidad de compartir la prima de control ante adquisiciones de la sociedad emisora, no se puede decir que el capital social que debe computarse incluye a las acciones con el derecho a voto suspendido y que el “recálculo” es únicamente para fines del literal c) del artículo 31 del Reglamento y para determinar si un accionista ha adquirido o incrementado su participación significativa en la sociedad emisora. Por el contrario, si bien tal supuesto debe ser aplicado únicamente a quienes son accionistas de la sociedad al momento de la conformación de autocartera, ello no significa que el “recálculo” tan sólo sea realizado en un único momento para aplicarlo sólo en el supuesto del literal c) del artículo 31 del Reglamento, sino que por capital social deberá entenderse a aquellas acciones que otorguen, de manera efectiva, control dentro de la sociedad emisora, lo cual implica retirar a las acciones que conforman la autocartera para el computo del capital social.

Cambiando el ejemplo, se puede imaginar la situación en que un tercero no accionista que conoce la existencia de autocartera dentro de una sociedad y así decide adquirir un 24.5 por ciento del capital social; según la definición de éste dada por los Autores, no se encontraría obligado a efectuar una

(5) Para facilitar el caso, el capital social de “Z” asciende a S/. 100.00, representado por 100 acciones, todas con derecho a voto.

OPA aún cuando su intención era ejercer control durante el periodo de suspensión del derecho a voto correspondiente a las acciones que conforman la autocartera, y aprovechar, por ejemplo, para elegir directores y tener mayoría dentro de dicho órgano.

Queda claro entonces que incluir a las acciones que conforman la autocartera dentro del concepto de capital social, para efectos de determinar si existe la obligación de efectuar una OPA, desvirtúa los principios subyacentes a la regulación de estas ofertas. No se puede afirmar que, como dicen los Autores, “(...) el **recálculo** que se efectúa sobre el capital, con la finalidad de optar por hacer una OPA o una OPV, se produce sólo cuando se verifica el supuesto de hecho de la norma y no cuando un accionista adquiere o incrementa su participación significativa producto de una adquisición voluntaria de acciones (aún cuando existan acciones en cartera o de propiedad de una subsidiaria de la emisora)”. En efecto, como creo haber demostrado, pueden existir supuestos en que un accionista o incluso un tercero no accionista, aprovechando la existencia de autocartera, adquiera voluntariamente acciones de la sociedad a fin de ejercer el control de la misma mientras dure la suspensión. Ello debe llevar a concluir que el capital social que debe tenerse en cuenta a fin de establecer la obligación de efectuar una OPA no incluye a las acciones con el derecho a voto suspendido.

## 6. Conclusiones.

a) La idea central que subyace a la regulación de las OPA obligatorias es la de adquisición del control de una sociedad listada. El elemento de la voluntariedad es accidental.

b) La autocartera es un supuesto especial de suspensión del derecho a voto por cuanto involucra una decisión voluntaria de la sociedad emisora.

c) El cómputo del capital social para efectos de determinar la obligación de efectuar una OPA, siguiendo lo mencionado en el inciso a) precedente, debe incluir únicamente a aquellas acciones que de manera efectiva concedan control dentro de la sociedad emisora.

d) Aun cuando la naturaleza de las acciones que conforman la autocartera sigue siendo la de acciones con derecho a voto, éstas no conceden control dentro

de la sociedad cotizada, y por lo tanto, no deben computarse como parte del capital social para efectos del Reglamento de las OPA.

e) Luego, no se puede afirmar que nos encontramos ante un supuesto de excepción por cuanto tal es la finalidad de la regulación de las OPA obligatorias. Más aún, el propio artículo 4 del Reglamento de las OPA incluye los supuestos contenidos en el artículo 31 de tal cuerpo legal como parte del supuesto de hecho general. Y aún más, no siendo el literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA un supuesto de excepción, debe entenderse que fue intención del legislador excluir las acciones que conforman la autocartera del capital social a fines de determinar la obligación de efectuar una OPA. Tal es la interpretación del Tribunal.

f) La expedición del Reglamento de Hechos de Importancia obliga a los emisores a informar la composición de la autocartera, sin límites respecto a la cantidad de acciones que la conforman, por lo que ya no puede afirmarse que sólo determinados accionistas tienen acceso a dicha información.

g) Por otro lado, lo dispuesto por el Reglamento de Hechos de Importancia respecto a la obligación de informar sobre la autocartera es una clara muestra de la relevancia de excluir tales acciones del capital social para determinar cuando surge la obligación de efectuar una OPA, pues ellas no conceden control dentro de la sociedad emisora.

h) Finalmente, el “recálculo” del capital social debe ser una cuestión permanente desde la composición de la autocartera, no por una única vez y sólo para ser aplicada en el supuesto del literal c) del artículo 31 del Reglamento de las OPA, como sostienen los Autores. Caso contrario, se permitirían situaciones de adquisiciones de control posteriores a la recomposición del capital social aprovechando la suspensión del derecho a voto de las acciones que conforman la autocartera, tal como se apreció en los ejemplos señalados en este trabajo. Mas aún, si como el artículo 5 del Reglamento de las OPA dispone que el porcentaje que se posee o se pretende adquirir se determina en la fecha de cómputo del capital social, debemos entender que la exclusión de las acciones que conforman la autocartera es una situación permanente. ㄸ