
Mejorando el gobierno corporativo

OPA's, mercado de control y mercado de valores en el Perú^(*)

Ricardo Postigo Bazán

Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Adjunto de Docencia en el curso de Mercado de Valores en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

1 Introducción.

Mejores respuestas esperan mejores preguntas. Ello no obstante, parece no haber sido la lógica adoptada por nuestro legislador al evaluar el papel e impacto económico de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) en el gobierno corporativo de las sociedades, así como su verdadera contribución en el desarrollo de los mercados de capitales.

En efecto, con la finalidad de desarrollar el mercado de valores peruano -tornándolo más grande y líquido-, nuestro legislador ha tratado de proteger a su principal protagonista: el inversionista. Para ello ha implantado una serie de normas que buscan proteger sus intereses, según el tipo de situación que éste ocupe como accionista o acreedor de sociedades cotizadas en bolsa de valores, tratando así de generar un incentivo para motivar la inversión a gran escala. Una de estas medidas legales ha sido la imposición obligatoria de la OPA para la adquisición de participaciones accionarias no menores al 25 por ciento del capital social de sociedades listadas en bolsa.

El desarrollo del mercado de capitales es por demás importante para la economía y crecimiento de un país, toda vez que constituye un medio por el que la actividad empresarial busca captar recursos de los inversionistas -emitiendo deuda o capital-, ofreciendo a cambio un determinado grado de rentabilidad por su inversión. En este medio, en principio, resulta menos costoso acceder a los recursos de los inversionistas, constituyéndose entonces en un mecanismo de financiamiento alternativo al mecanismo tradicional bancario, el cual implícitamente limita la inversión en determinados

niveles. Si se logra desarrollar el mercado de capitales, más empresas tendrán mayor cantidad y calidad de recursos para desarrollar proyectos e invertir en investigación y/o tecnología, más oportunidades de generar rentabilidad y crecimiento y, consecuentemente, más posibilidades de generar empleo. Existe, indudablemente, un efecto positivo en la economía.

No obstante lo anterior, el análisis de nuestro legislador parece no haber considerado que las normas, estándares, entidades reguladoras e instituciones judiciales pueden tanto incentivar como desincentivar al sector privado para utilizar activos eficientemente y actuar en interés de los inversionistas y acreedores, en beneficio de la economía nacional. Así tras, la asunción de una premisa protectora elemental y simple, nuestro legislador parece creer que sus buenas intenciones y esfuerzos para hacer atractivo nuestro país a inversionistas nacionales y extranjeros, son suficientes para disfrutar a plenitud de los beneficios pretendidos por sus reformas, sin que deba medirse el impacto de éstas en los estándares de gobierno corporativo de las sociedades.

La necesidad de proteger a los inversionistas frente a potenciales abusos, como consecuencia de la concentración del accionariado, constituye uno de los retos más grandes que legisladores, reguladores y privados afrontan actualmente. En un contexto donde la competitividad para atraer capitales es el rasgo dominante, soluciones de todo tipo parecen estar a la orden del día con la finalidad de consolidar mercados de valores líquidos, seguros y estables. Curiosamente, la mayoría de estas soluciones son aparentemente creativas pero, como es usual en propuestas aceleradas,

(*) El presente artículo ha obtenido el "Premio Anual de Investigación PUCP 2001", categoría estudiantes, otorgado por la Dirección Académica de Investigación de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Agradezco a los doctores Juan Luis Hernández Gazzo, Fernando Molina Rey de Castro y Luis Lanegra, por sus valiosos comentarios en versiones anteriores de este trabajo. No comparten, sin embargo, responsabilidad alguna por los puntos de vista aquí expresados.

la línea de fondo está constituida por cascarones carentes de contenido y de protección efectiva de los inversionistas. Principalmente, ello se debe a la copia sistemática de modelos foráneos y a la incompreensión del enigma planteado: ¿cómo proteger verdaderamente a los inversionistas en ámbitos donde imperan la concentración del accionariado y la ausencia de separación de la gestión y la propiedad?

El enigma es ciertamente complejo. Presenta una inmensa cadena de pre-condiciones y problemas de resolución necesaria para dotar de protección efectiva a los inversionistas. Si bien dicha cadena guarda una estructura común aplicable a todos los mercados de valores, las particularidades de cada contexto otorgan una complejidad única para cada uno de ellos y, por tanto, una solución diferente para cada caso y cada ámbito. Para nuestro legislador, sin embargo, uno de los problemas planteados por el enigma ha sido descifrado: la protección del accionista minoritario y la expansión y evolución hacia un mercado de capitales líquido, se ha resuelto imponiendo un mecanismo único y obligatorio para la transferencia del control societario: la OPA.

Una interrogante adicional, sin embargo, cuestiona la percepción simplista del problema y se pregunta ¿a qué costo? Y así, trata de comprender primero la complejidad del enigma para desembocar en las preguntas adecuadas, aquéllas que permitan descifrar qué permite proteger verdaderamente a los inversionistas -en este caso, a los accionistas minoritarios-. Sobre la base de dicha interrogante, entonces, deberá determinarse en qué planos se requiere realmente de protección regulatoria y cuál es el alcance de las medidas de protección que se pretende implantar para tal propósito. Sólo así podrá determinarse si la protección y el supuesto incentivo de inversión que el modelo de la OPA obligatoria brinda a los accionistas minoritarios, justifica el alto costo que su imposición origina a los participantes en el mercado de valores y a la economía en general.

Este trabajo trata de pronunciarse respecto de aquellos puntos que nuestro legislador omitió analizar al diseñar el régimen de protección de los inversionistas, basándose para ello en el modelo de OPA obligatoria adoptado por aquél. Atendiendo a dicho fin, en la segunda parte del mismo, se trata de identificar el papel que cumple la OPA en el contexto de las sociedades cotizadas en bolsa, evaluando de manera general su

función dentro de un sistema de gobierno corporativo, resaltando la realidad económica que impera en algunas sociedades listadas en bolsa y tratando de dar un alcance genérico de su regulación en otros países. En la tercera parte, se pretende identificar el alcance de la opción de la OPA obligatoria adoptada por nuestro legislador, tratando asimismo de analizar los problemas que se derivan de dicho modelo tales como la naturaleza de la OPA, el incremento de los costos de transacción, las características del mercado de control y del mercado de valores en el Perú y sus implicancias, identificando con posterioridad, el verdadero alcance de la protección del accionista minoritario en este contexto. Finalmente, en la cuarta parte se pretende esclarecer cuál es la verdadera contribución económica de las OPA's en el desarrollo del mercado de capitales enfatizando, además, la necesidad de protección de los accionistas minoritarios y otros sujetos vinculados a la sociedad, las reformas requeridas y los obstáculos que se debe resolver para lograr el objetivo propuesto.

2 Mercado de control y OPA's.

2.1 El gobierno de las sociedades anónimas.

2.1.1 La separación de la gestión y la propiedad de la empresa.

La sociedad anónima listada en bolsa de valores es la estructura empresarial que más ha desarrollado la separación de la gestión y propiedad. Ello se traduce en que los accionistas de la empresa delegan la gestión de ésta a personas especialmente contratadas para dicho fin, constituyéndose entre ambos una relación de agencia⁽¹⁾ que implica *per se* un conflicto entre los administradores (directores y plana ejecutiva de la empresa) -quienes toman decisiones sobre bienes ajenos- y los accionistas -quienes sufren las consecuencias de tales decisiones en términos financieros-. Ello ha sido ampliamente tratado por Berle y Means, quienes dejan constancia que en tal situación los accionistas concentran la titularidad de la empresa y los administradores el control de ésta, como consecuencia de haberse producido una economía de escala y un crecimiento en la firma⁽²⁾.

Resulta claro que en sociedades de este tipo, el capital está disperso entre una multitud de accionistas, de modo que ninguno supervisa la dirección de la

(1) Al respecto puede consultarse en nuestro medio a SALINAS, Sergio. *La participación de los trabajadores en el proceso de privatización de las empresas públicas: un breve ensayo sobre teoría de las organizaciones económicas*. En: *Thémis-Revista de Derecho*. No. 34. Lima, PUCP. pp. 135-136.

(2) Consultar BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. 1932.

empresa. Se desprende, entonces, que en tal contexto, los accionistas asumen riesgos mientras que los directores y la plana ejecutiva controlan la toma de decisiones sin participar sustancialmente en el capital. La existencia de este tipo de empresas depende de que la especialización de las funciones de accionistas y administradores pueda ser aprovechada al máximo, sin que los costos del conflicto de intereses subyacente en dicho sistema, excedan los beneficios derivados del mismo.

Cabe precisar que el principal beneficio de la separación de papeles entre accionistas y administradores, es que permite diversificar riesgos y adoptar decisiones de inversión óptimas. Si los accionistas son, a su vez, propietarios de varias empresas, es óptimo que cada uno considere sólo el riesgo no diversificable de los proyectos de inversión. Por el contrario, cuando el riesgo está concentrado, se tiende a adoptar políticas de diversificación que desaprovechan oportunidades de desarrollo. En términos de Arruñada "(...) tales estrategias de diversificación sólo son sostenibles mientras el mercado esté aislado de competencia exterior. Por ello, tras la apertura de los mercados nacionales, muchas de estas empresas han sido vendidas en los últimos años a grupos de mayor dimensión, en gran parte extranjeros⁽³⁾".

Por otra parte, cuando se acentúa el esquema de especialización de propiedad y control en su grado máximo, se origina un conflicto de intereses toda vez que "(...) los administradores toman decisiones sobre bienes ajenos, desapareciendo la salvaguardia que proporciona la propiedad⁽⁴⁾". Ello, conduciría a decisiones óptimas desde el punto de vista de los directivos, pero ineficientes en términos del valor de la empresa. Esto es lo que se denomina en la literatura económica como "costo de agencia".

Tal como afirma Salinas, dicho costo se deriva principalmente del hecho de que los agentes -léase, los directores y la plana ejecutiva de la empresa- "tienen normalmente una función de utilidad distinta a la de los propietarios y, en la medida que no es fácil -o resulta muy costoso- para éstos conocer con certeza cuál es el comportamiento real de los agentes, éstos tienen incentivos para maximizar sus propios beneficios en lugar de los intereses de los propietarios⁽⁵⁾".

2.1.2 El papel del gobierno corporativo.

El gobierno corporativo está referido al conjunto de reglas e incentivos por los que la gestión de la empresa es dirigida y controlada por los administradores con la finalidad de maximizar el valor a largo plazo de ésta y dar mayores ganancias a los accionistas, tomando en consideración los intereses de todos los accionistas de la compañía -mayoritarios y minoritarios-. Un buen gobierno corporativo complementado por un buen clima de negocios, puede reforzar la inversión privada, el desempeño corporativo y el crecimiento económico⁽⁶⁾.

Se desprende entonces, una clara función de mitigar costos de agencia para incentivar mayor inversión en las corporaciones. Esta práctica ha sido desarrollada por los mercados de valores de los países del *common law*, sobre todo en el caso de los Estados Unidos, donde existen sociedades con un elevado grado de dispersión en su accionariado y donde la inversión a gran escala sólo ha podido consolidarse mediante el desarrollo gradual de políticas que protejan a los accionistas en varios planos: frente a la plana de administradores o frente a un grupo accionario mayoritario -sin que esto último quiera decir que exista concentración del accionariado-.

Pero, ¿cómo puede lograrse esta protección en diferentes planos? ¿qué mecanismos facilitan dicha protección? y, en buena cuenta, ¿qué determina un buen o mal gobierno corporativo? La respuesta no es nada sencilla. La calidad del gobierno corporativo puede derivar de una serie de mecanismos e incentivos internos y externos. Se trata de un sistema en el que diferentes partes cumplen diferentes funciones que se complementan en un todo orgánico, cuya alta o baja calidad depende del funcionamiento adecuado o inadecuado del conjunto de elementos que lo componen.

La influencia de los incentivos internos y externos ataca la confrontación existente entre los accionistas y los administradores. Sin embargo, en la medida que la naturaleza de las relaciones corporativas es bastante compleja, la estructura de incentivos creados para dotarla de un mejor gobierno termina siendo igual o más compleja aún. Así, se debe considerar que una

(3) ARRUÑADA, Benito. *Crítica a la regulación de OPAs*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. No. 203/204. Madrid. p. 36.

(4) *Ibid.*: p.17.

(5) SALINAS, Sergio. *Op. cit.*: p.135.

(6) Al respecto, puede consultarse THE WORLD BANK GROUP. *The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening incentives for Private Sector Performance*. 1998.

sociedad es influenciada por el clima económico imperante, el nivel de competitividad y las instituciones creadas para apoyar el desarrollo del sector privado.

En tal sentido cada tipo de incentivo cumple un papel determinado en el gobierno de la sociedad. Así tenemos:

a) Los mecanismos internos, que están orientados a la supervisión directa por parte de los propios accionistas. Tal estructura de incentivos busca que los administradores usen los recursos de manera eficiente para maximizar ganancias y el valor de la compañía en provecho de los accionistas de ésta. Pero su efectividad depende del conjunto de los países, sus estándares en materia de *accountability*, el capital social y tipo de accionariado, los derechos de los accionistas, leyes de sociedades y leyes de sistemas concursales, así como el alcance de capacidad institucional de apoyo para su ejecutabilidad (reguladores, cortes y asesoría profesional). Sobre este punto nos extenderemos en la parte final de este trabajo de modo sólo ilustrativo, toda vez que el análisis que sobre esta materia puede realizarse es, sin duda, bastante extenso y escapa a los alcances del mismo.

Lamentablemente, esta estructura no resulta ser suficiente para el gobierno de la sociedad ya que los accionistas no tienen incentivos para ejecutar dichos mecanismos -claro está, dependiendo del tipo de inversionista-. Esto último se desprende del hecho de que cada accionista sólo percibiría una parte ínfima de los beneficios resultantes -lo cual depende, sin embargo, del tipo de mecanismo involucrado-. Es decir existiría un problema de acción colectiva.

b) Mecanismos de supervisión institucional, los cuales se valen de la actividad de empresas más o menos especializadas en la supervisión de este tipo de sociedades (inversionistas institucionales). Aquí se emplean los mecanismos del punto a) anterior, tratando de dotar a la empresa de un eficiente sistema de gobierno, mediante la constitución de grupos de empresas con relaciones internas de carácter estrecho. Se sostiene, en este punto, que la "(...) concentración de votos en una proporción superior a la del capital y, quizás, una mayor competencia entre administradores dentro de cada grupo ejercen un papel disciplinario (...) resultando, al parecer, en una menor rotación en los puestos directivos⁽⁷⁾". En el modelo organizativo, los accionistas -que pueden ser bancos u otros

inversionistas institucionales- tienen un rol de supervisión activa y un peso de negociación notablemente mayor al inversionista común.

c) Mecanismos externos o de supervisión por el mercado, los cuales se fundamentan en la premisa básica de que la separación entre la gestión y propiedad de la empresa, permite la especialización en la obtención de capital (a través del financiamiento provisto por accionistas y acreedores) y así el uso eficiente de recursos. Externamente, el mecanismo disciplinario para las empresas que compiten en una economía de mercado, está dado por la competencia en los mercados la producción de bienes y servicios, la actividad financiera y los mercados de trabajo.

La complejidad del sistema de gobierno corporativo queda claramente ilustrada en el gráfico No. 1.

2.1.3 El papel de los incentivos externos en el gobierno corporativo.

Los incentivos externos, generalmente determinados por el clima económico para el desarrollo de negocios y del mercado, tienen una clara influencia en la gestión empresarial. Pero ¿cómo es que los administradores son motivados a emplear sus energías para lograr productividad e innovación, en lugar de rentabilidad en propio beneficio y detrimento de los accionistas? El principal mecanismo disciplinario es la competencia, la cual es respaldada por varios "salvavidas" legales (léase leyes, códigos o cuerpos regulatorios).

Lo anterior se traduce en lo siguiente:

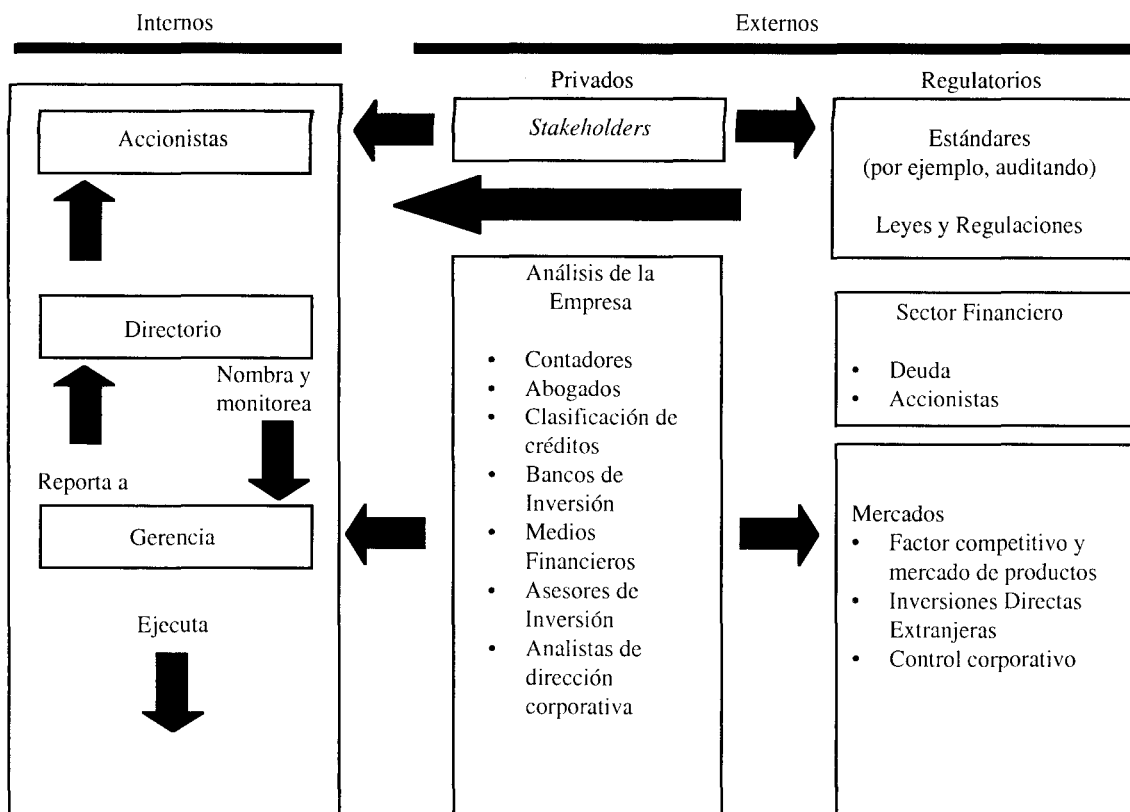
a) Competitividad financiera y del mercado de capitales. Ello requiere planas gerenciales corporativas para balancear dos diferentes tipos de interés: la competencia por valores representativos de capital, los induce a mantener e incrementar, de ser posible, el valor de dichos valores, mientras que la competencia por financiamiento apalancado (deuda) los induce a mantener los ratios deuda-capital y ciertos niveles de flujo de caja⁽⁸⁾. Adicionalmente, se requiere regulaciones preventivas para que la competencia entre bancos nos lo lleve a tomar riesgos excesivos con los activos de los depositantes.

b) Competitividad en los mercados productivo y laboral. Esto incentiva la eficiencia, innovación y bienestar del consumidor. En los mercados productivos, la competencia garantiza que las empresas generen renta

(7) ARRUÑADA, Benito. Op. cit.; p. 35.

(8) Al respecto puede consultarse BERNDT, Markus. *Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications for Reforms*. The Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business. Harvard Law School, Noviembre del 2000. Ver además, a modo general, THE WORLD BANK GROUP. Op. cit.; p. 5.

Gráfico No. 1
Las empresas modernas están disciplinadas por factores externos e internos



Fuente: THE WORLD BANK GROUP. *The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance*, 1998.

proveniente, no de prácticas monopólicas ilegales, sino de la producción de bienes de buena calidad y bajo costo en comparación con los productos rivales. En el mercado de ejecutivos y trabajadores calificados, la competencia asegura que las compañías ofrezcan oportunidades e incentivos para atraer planas ejecutivas de primer nivel.

c) Competitividad en el mercado de control corporativo, el cual disciplina a los administradores para que maximicen el valor del accionista. Los administradores que no lo hacen se exponen al riesgo de una toma de control (*takeover*), mediante una OPA, y a perder su trabajo cuando los inversionistas perciben una potencial mayor ganancia en los activos de la compañía.

d) Obligaciones legales que aseguren que las compañías competidoras estén limitadas por un estándar común de protección de accionistas, consumidores,

trabajadores e inclusive competidores ante prácticas abusivas⁽⁹⁾. Se incluyen en estos dispositivos, las leyes de sociedades, mercado de valores y también las relativas al ámbito del derecho de la competencia. Las obligaciones legales deben contener ciertos derechos de los accionistas cuando los directivos o gerentes no representen sus intereses.

e) Procedimientos concursales, los cuales son el último castigo para un pobre desempeño gerencial. Donde estos procedimientos no funcionan, debido a malas regulaciones legales y débil apoyo institucional (léase *enforcement*), los malos administradores pueden enfrentar menos sanciones por llevar a la empresa a un estado de insolvencia, y los accionistas y acreedores serán más precavidos y los costos de obtención de capital, mayores.

(9) Para un análisis detallado sobre estos temas puede consultarse, OECD. *Principles of Corporate Governance*. Mayo de 1999; BUSINESS SECTOR ADVISORY GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE. *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*. Abril de 1998.

2.2 El papel del mercado de control.

Como ha sido referido anteriormente, se pretende que gran parte de la supervisión externa de las sociedades sea realizada por el mercado de control. Este concepto tiene por protagonistas a las sociedades que cotizan en bolsa y refiere la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionarias significativas (generalmente, dependiendo de la legislación y del tipo de estructura del accionariado, para alcanzar más del 20 por ciento del capital social de la empresa).

El mercado de control entra en juego cuando los directivos de una empresa que cotiza en bolsa no maximizan los recursos captados de los accionistas, debiendo, en este caso, ponerse en marcha un sistema para sustituir a los gestores ineficientes por un equipo nuevo que, aplicando mejores técnicas de gestión, maximice los resultados⁽¹⁰⁾.

Es claro que el Derecho Societario siempre ofrece un mecanismo de sustitución. Así, los accionistas siempre pueden destituir a los administradores o directivos de la sociedad. Pero esta forma de proceder es desconocida en grandes sociedades cotizadas, donde claramente existe un desinterés político por parte de los accionistas, y donde un voto de desconfianza al equipo gestor, sería algo inaudito.

Como se desprende de lo expuesto en párrafos precedentes, el mercado de control tiene una importante función económica: permite la realización de operaciones que reordenan y reorganizan las estructuras corporativas y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños rentables y eficientes⁽¹¹⁾.

En este sentido, si la gestión de una sociedad cotizada en bolsa no es eficiente se produciría lo siguiente:

a) La gestión deficiente se reflejaría en la cotización de la sociedad y, consecuentemente, el precio de las acciones caería en bolsa (o, en todo caso, no reflejaría el valor real de la compañía).

b) Algún grupo o sociedad tendría incentivos para intentar tomar el control de la sociedad mal gestionada en ese mismo estado, con la finalidad de obtener una ganancia a través de un cambio de gestión y la

consiguiente reorientación de la política de administración social.

c) Con tal propósito, dicho grupo lanzaría una oferta pública de adquisición (OPA), mediante la cual ofrece directamente a los accionistas la compra de sus acciones, pagándoles una prima por encima de la cotización bursátil previa⁽¹²⁾.

d) Si la OPA tiene éxito, el grupo tomaría el control de la sociedad, destituiría a la plana administradora ineficiente, se elegiría a sí mismo como administrador y pasaría a gestionar los activos empresariales con mayor acierto.

Se sigue con claridad que la OPA es una de las principales herramientas para el desarrollo del mercado de control. Mediante la OPA, los directivos de una "sociedad adquirente" se dirigen a los accionistas de una "sociedad objetivo", ofreciéndoles comprar sus acciones a un precio mayor al de su última cotización bursátil con la finalidad de adquirir el control de la empresa.

Es claro, entonces, que el mercado de control propicia la integración y combinación de empresas y que la OPA es una de las principales alternativas para ello, aunque también puede recurrirse a mecanismos con efectos similares, tales como la fusión y la escisión. Sin embargo, dichos mecanismos societarios sólo pueden ser activados y dirigidos por los directivos o administradores, en uso de sus facultades de gestión, mientras que las OPA's remiten la decisión directa de la operación al propio accionista, sin participación o mediación alguna de los administradores.

2.3 Objetivo de la regulación de la OPA.

2.3.1 La regulación de las OPA's.

La regulación de las OPA's es un factor condicionante de la operatividad del mercado de control. Ello, en la medida que la regulación de las OPA's no es indiferente en términos económicos sino que condiciona por completo las formas de adquisición y de transmisión de participaciones accionarias significativas y, con ello, en las posibilidades operativas y de desarrollo del propio mercado de control societario⁽¹³⁾.

(10) FERNÁNDEZ-ARRESTO, Juan. *Los OPAs y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, No. 227. Madrid. p. 37.

(11) GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*. Madrid: Civitas, 1999. pp. 25-26.

(12) El diferencial entre el precio ofrecido al accionista y la cotización bursátil de la acción es denominado "prima de control".

(13) GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. Op. cit.; pp. 38-39.

En relación a este punto, cabe resaltar que existen posiciones a favor y en contra de la regulación de las OPA's. Así, a modo general, siguiendo a Salinas⁽¹⁴⁾, quienes se muestran favorables a la regulación⁽¹⁵⁾, fundamentan dicha posición en que:

a) La protección del accionista minoritario, donde la regulación de la OPA responde a la necesidad de que los accionistas minoritarios participen de la prima de control en la misma proporción que los mayoritarios. Este enfoque parte de la premisa de que la prima de control es generada por la sociedad, y no por unos cuantos accionistas, por lo que, corresponde a todos los accionistas a prorrata de su participación accionaria.

b) La transparencia e integridad del mercado de valores, donde la regulación de la OPA responde a la necesidad de garantizar la existencia de información suficiente, para que los inversionistas tomen decisiones adecuadamente informados. Esto determina que la sociedad adquirente tenga que revelar aspectos relevantes para la transacción, como por ejemplo la finalidad por la que efectúa la adquisición.

Quienes, por otra parte, sostienen la inconveniencia de la regulación⁽¹⁶⁾, fundamentan su posición en los siguientes argumentos:

a) La prima de control corresponde al accionista de control, de modo que mal podría obligársele a compartirla. Ello solo generaría una asignación deficiente de recursos.

b) La regulación de las OPA's hace más costosas las transacciones de cambio de control, limitando el intercambio de recursos y generando una situación ineficiente en términos económicos. Dichos costos se evidencian en la contratación de abogados, bancos de inversión, auditores, etcétera, así como en el alto costo de oportunidad en que incurre el mismo personal de la empresa.

c) La regulación de las OPA's perjudica al accionista minoritario, en la medida que el costo de la adquisición desincentiva el número de transacciones de control. No se generaría el impacto disuasivo de los directivos en relación con la administración de la sociedad.

2.3.2 Opciones regulatorias.

En el Derecho Comparado, la regulación de las OPA's se ha orientado en dos direcciones:

2.3.2.1 Modelo de OPA obligatoria.

El paradigma del modelo obligatorio es, sin duda, el modelo inglés. No sólo por ser, juntamente con los Estados Unidos, uno de los países donde las OPA's han alcanzado su mayor desarrollo e, indudablemente, el mercado de control europeo más activo, sino por las peculiaridades de la estructura regulatoria sobre la que descansa dicho modelo. Así, el sistema de *mandatory bids*, es consagrado por el décimo principio general del *City Code on Takeovers and Mergers*, un código de carácter privado, de libre adopción por las empresas participantes en el mercado financiero londinense.

El modelo inglés descansa en la premisa de brindar igualdad de trato a todos los accionistas en el propio proceso de adquisición, evitando que el oferente efectúe prácticas de discriminación entre éstos⁽¹⁷⁾. Básicamente, el sistema pretende materializar dicha meta a través de una doble vía: “de un lado, obligando al adquirente a extender a todos los accionistas las mismas condiciones de compra que aplicó para hacerse con una participación significativa, con el objeto de evitar que la prima de control pueda recaer de forma exclusiva sobre los accionistas de mayor entidad; de otro, reconociendo a los accionistas minoritarios la posibilidad de abandonar la sociedad afectada cuando se produzca un cambio de control, ante el previsible cambio de rumbo que en su política gestora puede aportar el nuevo accionista minoritario⁽¹⁸⁾”.

Sobre la base de la experiencia inglesa, gran parte de los países europeos han adoptado esquemas de obligatoriedad similares en lo que refiere a la transferencia de participaciones accionarias significativas. El más claro ejemplo es el francés, el cual, a través de la Ley de 2 de agosto de 1989 sobre “seguridad y transparencia del mercado financiero” y del Reglamento General del *Conseil des bourses de valeurs* relativo a las ofertas públicas de adquisición, establece que, será obligatorio formular una OPA cuando

(14) SALINAS, Sergio. *La regulación del mercado público de adquisiciones de control societario: el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú*. En: *Thémis-Revista de Derecho*. No. 40. PUCP, Lima, 2000. pp. 88-89.

(15) Para un análisis más profundo con relación a esta posición en particular, puede consultarse CLARK, Robert. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown & Company, 1986.

(16) Ver en este punto a EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

(17) GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Civitas, 1996. pp. 41-42.

(18) *Ibid.* p. 46.

se pretenda adquirir una tercera parte del capital o de los derechos de voto de una sociedad cotizada y cuando, en cualquier caso, se llegue a poseer la mayoría absoluta del capital social o de los derechos de voto de una sociedad cotizada⁽¹⁹⁾.

Otro ordenamiento que consagra la obligatoriedad de la OPA, es el ordenamiento belga, a través de la Ley del 2 de marzo de 1989. La peculiaridad de dicho sistema, sin embargo, radica en el condicionamiento de la obligación de formular la OPA no a la superación de un determinado umbral o porcentaje de participación en el capital social de la sociedad cotizada, el cual de por sí es considerado por el legislador como un indicativo de control asociado a la necesidad de formular una OPA, sino a la obtención del control mediante el pago de un precio superior al precio de mercado en el momento de adquisición⁽²⁰⁾.

De igual forma, Italia ha consagrado un modelo de OPA obligatoria mediante la Ley del 18 de febrero de 1992 sobre “disciplina de ofertas públicas de venta, suscripción, adquisición y permuta de títulos”. Al igual que en el ordenamiento belga, la obligación de formular una OPA está conectada a un factor ajeno a la superación de un umbral o porcentaje de participación en el capital social determinados. En tal sentido, la formulación de una OPA nacerá cuando se obtenga control de la sociedad cotizada, de manera que la participación adquirida permite disponer de la mayoría de los derechos de voto en las juntas de accionistas o que permite ejercitar una influencia dominante en éstas⁽²¹⁾.

Finalmente, cabe mencionar como antecedente directo de la experiencia regulatoria peruana en esta materia, al modelo español, el cual, bajo las premisas antes descritas, ha consagrado un sistema de OPA obligatoria mediante la promulgación de la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988 y el Real Decreto 1197/1991.

2.3.2.1 Modelo de OPA voluntaria.

El modelo de OPA voluntaria de los Estados Unidos responde al sistema implantado por el *Williams Act* de 1968, la que constituye la normativa federal de OPA's en dicho país. Este sistema se estructura bajo la premisa clave de que no existe obligación alguna de los particulares de formular una OPA para adquirir participaciones significativas del capital de sociedades

cotizadas o para efectuar adquisiciones de control que conlleven el pago de una prima a los tenedores de las participaciones significativas.

En efecto, el modelo voluntario se ha estructurado bajo la estricta separación de las tomas de control realizadas a través de una OPA y de las operaciones realizadas bajo procedimientos distintos, tales como adquisiciones sucesivas en bolsa o venta directa de participaciones significativas. De esta manera, quien pretenda adquirir el control de una sociedad a través de una OPA deberá cumplir, con anterioridad a su formulación, con estrictos deberes de revelación de información con la finalidad de que los destinatarios de la oferta puedan adoptar una decisión pausada, reflexiva y libre de presiones externas por parte del oferente.

A diferencia del modelo obligatorio, la premisa de la igualdad de trato de los accionistas en las operaciones de cambio de control, subyacente en dicho sistema, no fue recogida por el legislador norteamericano. En el sistema norteamericano, sólo se busca evitar que los accionistas a quienes se les ha formulado una OPA, decidan sobre sus valores bajo un marco de presión que pueda forzarles a tomar decisiones precipitadas y desinformadas⁽²²⁾. De esta forma, sólo habrá igualdad de trato dentro del procedimiento mismo de la OPA.

Cabe precisar en este punto que la OPA ha sido regulada de manera facultativa también en Alemania y Suiza. Asimismo, países como Holanda y México han optado por no regularla.

3 La regulación de la OPA en el Perú.

3.1 La obligatoriedad de la OPA.

Nuestra legislación establece un régimen de OPA obligatoria que torna a ésta en un instrumento de utilización imperativa en cualquier supuesto de adquisición o de consolidación del control de una sociedad cotizada. De conformidad a lo establecido por los artículos 68 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 4, 5 y 6 del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores de Exclusión, es obligatorio formular una OPA cuando se pretenda adquirir o alcanzar el 25 por ciento o más del capital social de una sociedad listada en bolsa, a través de un solo acto o mediante una adquisición sucesiva

(19) Ibid.

(20) Ibid.

(21) Ibid.

(22) Ibid

que permita alcanzar o incrementar al menos dicho porcentaje, en un período de doce meses.

En consecuencia, no existe posibilidad alguna de valerse de cualquier otro procedimiento o mecanismo alternativo de adquisición. Ello supone, básicamente, la imposibilidad de estructurar la operación de adquisición del control de una sociedad cotizada, en función de criterios de simple oportunidad o conveniencia económica por la ineludible necesidad de proceder a través de una oferta pública que, por su propia naturaleza, ha de dirigirse al conjunto de los accionistas y bajo iguales condiciones.

Se sigue, entonces, que tanto la obtención de una participación accionaria significativa a través de simples compras vía bolsa de valores (adquisiciones sucesivas), como las compras negociadas de paquetes accionarios determinados en una persona o grupo determinado, por definición quedan excluidas cuando lleven al adquirente a superar cualquiera de los umbrales a los que el legislador conecta la obligación de formular la OPA. Básicamente, pues, el régimen de OPA obligatoria prohíbe la transmisión de participaciones significativas de control, ya que sus titulares no podrán transferirlas mediante negociaciones privadas, sino que se encuentran legalmente obligados a concurrir con sus acciones, en plano de igualdad con el resto de los accionistas, a la oferta pública que necesariamente deberá ser formulada por el potencial adquirente.

3.2 Las razones de la obligatoriedad.

¿Por qué la adquisición de una participación significativa de acciones de una sociedad que cotiza en bolsa, debe realizarse obligatoriamente a través de una OPA? Como se ha referido anteriormente, la respuesta se centra básicamente en la premisa de la protección de los accionistas minoritarios, bien sea a través del adecuado reparto de la prima de control o a través del reflejo de adecuados niveles de información respecto de la adquisición de la participación accionaria significativa. Como consecuencia de ambos niveles de protección, y sobre la premisa de la protección al accionista minoritario frente al abuso de los accionistas con el control, se incentivaría el desarrollo de un mercado de capitales más grande y eficiente.

Bajo dicho enfoque, una OPA obligatoria garantiza que los accionistas minoritarios se benefician con la

prima de control ofrecida para concretar la operación. De esta manera, el fundamento del modelo obligatorio radica en que la prima de control no es generada por los accionistas que detentan el control sino por la sociedad y, por tanto, debe ser repartida entre todos los accionistas. Si no existiera la obligación de formular una OPA, se estaría permitiendo que los accionistas con el control eventualmente se apropien de un bien que también corresponde a los accionistas minoritarios.

Detrás de esta opción, entonces, existe un concepto de “justicia” que el ordenamiento debe privilegiar con la finalidad de proteger al accionista minoritario. En este orden de ideas, el objetivo final que justifica esta opción, radica en implementar un sistema de protección de los derechos de los accionistas minoritarios dirigido a otorgarles liquidez a sus participaciones accionarias al momento de formularse la OPA, debido a la caída que experimenta la cotización de las acciones de la empresa luego de producida ésta; es decir, se busca implementar un sistema dirigido a otorgarles un mecanismo seguro para su salida de la sociedad objetivo de la adquisición, asegurando la posibilidad de compra de sus acciones, dotándolas de liquidez.

Se sigue entonces, que el objetivo final de la obligatoriedad de las OPA's está en desarrollar un mercado de capitales más eficiente en dos sentidos: (i) en relación a la necesaria disponibilidad de información respecto de la adquisición, al ser ésta una oferta dirigida a todos los accionistas a través del mercado de valores; y, (ii) en el sentido de que la obligatoriedad de las OPA's fomente la inversión en el mercado de capitales y, como consecuencia de ello, la dispersión del accionariado, ya que los inversionistas tendrán conocimiento de que las participaciones accionarias que adquieran gozarán de liquidez al momento de producirse la adquisición, incentivándose la adquisición de acciones y el desarrollo del mercado de capitales.

Esta última idea parece haber tenido consenso a nivel latinoamericano y en una buena parte del mundo. Así, de acuerdo con Clarke⁽²³⁾, Presidente de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, el impacto de la regulación de la OPA se traduciría en la generación de eficiencia y liquidez en los mercados de capitales, así como en la dispersión del control en el mercado.

(23) CLARKE DE LA CERDA, Alvaro. *Major Corporate Events - Public Tender Offers - Changes in Corporate Control*. The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable Shareholder Rights and Equitable Treatment. Buenos Aires: The Buenos Aires Stock Exchange, 2001.

3.3 Los problemas del modelo obligatorio.

3.3.1 Naturaleza de la OPA.

Como se desprende de los planteamientos proteccionistas expuestos en el punto precedente, la obligatoriedad de la OPA se fundamenta en una premisa básica: la prima de control la genera la sociedad y, por lo tanto, tanto los accionistas con el control como los que carecen de éste, deben tener posibilidad de acceder a la prima pagada por el adquirente.

Sin embargo, dicho enfoque obedece a una concepción completamente distorsionada de la protección al accionista minoritario, tanto desde una perspectiva teórica como práctica. En efecto, lo que dicho planteamiento no considera es que la OPA, en realidad, es un mecanismo de fiscalización externa que solamente tiene sentido en una situación en la que efectivamente existe separación de la gestión y la propiedad de una empresa.

En tal sentido, conforme hemos señalado anteriormente, la OPA es un mecanismo disciplinario para los directivos de las firmas competidoras. Así, la OPA surge como un medio adicional de fiscalización que beneficia a todos los accionistas cuando la gestión de la firma está en manos de sus administradores y directivos; constituye un correctivo mediante el cual la plana directiva de un competidor identifica una sociedad objetivo mal administrada, pero con potencial económico, y ofrece a los accionistas comprarla a un precio generalmente mayor que el reflejado en la cotización de sus acciones en bolsa, mediante el pago de una prima de control. Se trata, pues, de un mecanismo que pretende incentivar la mejor administración de las sociedades por sus directivos.

Nótese, sin embargo, que la separación de la gestión y la propiedad de la empresa sólo se materializa cuando el accionariado de ésta se encuentra difundido en el mercado, situación en la cual el accionista se desvincula de la administración y deja ésta en manos de una plana de administradores profesionales, tanto a nivel de la plana ejecutiva como del directorio.

De lo anterior se desprende que solamente será necesario formular una OPA cuando haya dispersión del accionariado y, consiguientemente, separación de gestión y propiedad. En efecto, en tal supuesto no existe un grupo que detente el control de la empresa sino que, por el contrario, dicho control se encuentra disperso entre los accionistas, lo que origina que la sociedad adquirente salga al mercado ofreciendo la prima de control para incentivar la venta de acciones hasta adquirir un porcentaje suficiente para controlar la

sociedad objetivo. Es aquí donde los planteamientos proteccionistas empiezan a perder consistencia. Si el control está disperso, la OPA es más bien una necesidad para la empresa, ya que ésta no tendría otra forma de tomar el control de la sociedad objetivo. En tal contexto, la OPA se va a producir independientemente de que la norma establezca su obligatoriedad o no.

Bajo esta premisa, resulta interesante comparar dos regímenes aparentemente opuestos: el modelo norteamericano, que propugna la “voluntariedad” de la OPA, y el modelo del Reino Unido, que propugna la “obligatoriedad” de ésta. El primero de ambos modelos encuadra perfectamente dentro del supuesto de accionariado disperso planteado en el párrafo precedente, donde la decisión de efectuar una OPA o no corresponde a la empresa adquirente, existiendo siempre la posibilidad de recurrir a otros mecanismos para efectuar la adquisición, en función de las circunstancias de la operación.

Por otro lado, si bien es cierto que en el modelo británico las OPA's son obligatorias y se realizan por el total del accionariado, existen características importantes que deben ser tomadas en consideración antes de proceder a una cerrada defensa de los planteamientos proteccionistas. Así, como se ha señalado anteriormente, el *City Code on Takeovers and Mergers* que regula dicho mercado no es una norma y el *Panel* que lo supervisa e interpreta no es un organismo público, de modo que el infractor no puede ser objeto de ninguna sanción jurídica. El cumplimiento de sus dispositivos no obedece al temor de la sanción estatal sino al miedo frente “(...)al ‘ostracismo financiero’”. Únicamente la cohesión social de las entidades financieras inglesas permite que un sistema así pueda funcionar (...). Para comprender el régimen inglés éste no puede verse aisladamente, sino que debe ponerse en relación con una de las características de la Bolsa de

proteger al accionista minoritario a través de una mala regulación de las OPA's puede obstaculizar el desarrollo del mercado de control, independientemente de los problemas que el mercado de capitales en el que se desarrolla pueda plantear

Londres: el mercado inglés es muy reacio a que en él coticen sociedades en las que predomina un accionista de control⁽²⁴⁾". Queda claro, entonces, que la obligatoriedad de este sistema radica en la dispersión del accionariado en la que subyace su actividad bursátil. Ello se evidencia claramente de las cifras consignadas en el Cuadro No. 1, de donde se desprende que el promedio de la mayor participación de control de sociedades cotizadas en el Reino Unido asciende al 14.4 por ciento.

Si bien la lógica del modelo imperativo de OPA del Reino Unido puede ser cuestionable, no puede negarse que tiene sentido si se considera el nivel de evolución de su mercado bursátil, donde existe una gran difusión del accionariado y donde la inexistencia de participaciones accionarias concentradas fuerza al adquirente a buscar el control "recogiendo" acciones en el mercado. En estos casos, "(...) cuando el paquete de control ha de formarse *ex novo*, es claro que todas las acciones de la sociedad afectada se presentan como bienes absolutamente fungibles y que el adquirente, en consecuencia, carece por principio de razones atendibles para discriminar dentro del propio cuerpo accionarial mediante la aplicación de condiciones de compra desiguales(...)"⁽²⁵⁾".

3.3.2 El incremento de los costos de transacción.

El modelo de OPA obligatoria impuesto por nuestro ordenamiento va mucho más allá de lo que sería una simple regulación formal y procedimental de las operaciones de toma de control, que operaría generando efectos económicos neutrales sin costos significativos y en beneficio de todas las partes intervinientes. Lejos de ello, este régimen tiene efectos negativos en términos económicos y restringe radicalmente las operaciones de adquisición y de transmisión del control de las sociedades cotizadas.

En efecto, bajo este esquema la toma de control de las empresas se vuelve bastante más onerosa y los costos superan el simple precio del accionariado representativo de control. Así, se incurre en una serie de costos adicionales: bancos de inversión, abogados, tiempo de los directivos de la sociedad adquirente dedicado a la operación, prospectos informativos, etcétera. La propia naturaleza de la contratación por medio de esta vía resulta ser bastante costosa.

Incurrir en dichos costos no es del todo malo. La ganancia que el adquirente planea obtener puede

superar largamente tales costos, lo cual, sumado al hecho de que el control se encuentra disperso en el mercado, justifica ampliamente la formulación de la OPA. Existe, pues, un margen de rentabilidad para el adquirente a pesar de lo oneroso que puede resultar llevar a cabo la transacción.

Sin embargo, cabe preguntarse qué sentido tiene contratar bajo un esquema tan oneroso si es que el control está en manos de un grupo accionario identificado. ¿Por qué razón el adquirente no puede hacer una operación de transferencia privada o adquirir la empresa mediante adquisiciones sucesivas de participaciones accionarias? La justificación es la de siempre: la participación de los accionistas minoritarios en la prima de control.

Pero, lejos de proteger los intereses de los accionistas minoritarios, el régimen obligatorio de OPA's perjudica no sólo el funcionamiento del mercado de control -en la medida que desincentiva adquisiciones- sino que, atenta contra los intereses de los propios accionistas quienes son los más interesados en el dinamismo y operatividad de dicho mercado.

En efecto, como fue reseñado anteriormente, la OPA no responde a una lógica de reparto de la prima de control, sino que constituye un medio de fiscalización externa con el que cuentan los accionistas de la sociedad objetivo frente a una mala gestión en la administración de la empresa por parte de sus administradores. En este sentido, la OPA y en general la adquisición de empresas, posibilitan una mejor gestión y administración de éstas.

Pero la OPA se origina necesariamente en una situación en que la dispersión del accionariado determina la existencia de un régimen de separación de la gestión y de la propiedad de la empresa. Como es lógico suponer, si se obliga a que la adquisición de empresas se concrete siempre a través del costoso sistema de la OPA, se originaría un mercado de control caracterizado por: (i) operaciones de adquisición innecesariamente onerosas; y, (ii) operaciones de adquisición que nunca llegarían a concretarse al arrojar costos prohibitivos.

La consecuencia inmediata es la ineficiencia. En efecto, el primer síntoma de ésta se traduce en una clara reducción de las operaciones de adquisición. Ello, a su vez, determinaría que no exista fiscalización externa de las empresas mal gestionadas y, consecuentemente, que éstas no sean asignadas a usos de mayor valor que garanticen su mejor aprovechamiento. Queda claro,

(24) FERNÁNDEZ-ARRESTO, Juan. Op. cit.; pp. 41-42.

(25) GARCÍA DE ENTERRÍA. *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, p. 41.

entonces, que todos los accionistas de la sociedad objetivo terminan perdiendo de uno u otro modo, debido a los costos impuestos por el modelo de la OPA obligatoria.

3.3.3 El mercado de control en el Perú: marco base del modelo obligatorio.

Los argumentos expuestos en uno y otro sentido a lo largo de este trabajo, se orientan a evaluar la coherencia del modelo de la OPA obligatoria independientemente de las características coyunturales del mercado de control en el Perú.

En este orden de ideas, debemos señalar que el modelo de la OPA obligatoria se desenvuelve dentro de un marco cuya principal limitación está constituida por el grado de desarrollo de nuestro mercado de capitales. Ello se desprende del reducido número de empresas que cotizan en bolsa en nuestro medio, lo cual, a su vez, constituye la principal limitación para un verdadero desarrollo del mercado de control, toda vez que, de por sí, al haber menos empresas listadas en bolsa, habrá menores posibilidades de fiscalización entre empresas y, consiguientemente, menor cantidad de OPA's.

Al margen de la limitación impuesta por el tamaño de nuestro mercado de valores -cuyo crecimiento debiera ser necesariamente incentivado-, una adecuada regulación del mercado de control debería tomar en consideración dos aspectos fundamentales:

a) La notoria concentración del accionariado existente en el mercado de capitales peruano, lo cual se traduce en que el control de las sociedades cotizadas está en manos de uno o algunos grupos de accionistas -generalmente grupos familiares-; y,

b) Como consecuencia de lo anterior, la ausencia de separación de la gestión y propiedad en las sociedades cotizadas, lo que conlleva que el accionista o los accionistas con el control sean quienes efectivamente administren la empresa.

El modelo que consagra la OPA obligatoria parece no haber considerado en modo alguno estos importantes elementos de análisis. En efecto, la obligatoriedad se presenta en un contexto en el que no existe separación de la gestión y propiedad de la empresa y donde el control de ésta se encuentra en grupos accionarios claramente identificados.

En un mercado concentrado, un accionista o un grupo de ellos consolida una participación accionaria que les otorga el control de la sociedad y, simultáneamente, administra los recursos de ésta con

la finalidad de hacer rentable su inversión. En una situación como tal, no se necesita mecanismo de defensa alguno frente a la mala gestión de los directores, puesto que son los propios accionistas quienes administran la sociedad. Se trata de un típico *insider system* -como podrá apreciarse en la parte final de este trabajo-, en el que la propiedad del accionariado supone un régimen de transferencia distinto, en función de un modo de organización también distinto.

En un contexto en el que el accionariado está concentrado en manos de un grupo de accionistas, las operaciones de toma de control presuponen, de modo general, la transferencia de participaciones accionarias previamente consolidadas y la consiguiente sustitución del accionista titular de dicha participación por el adquirente⁽²⁶⁾.

En este punto, cabe resaltar dos sólidas razones que demuestran la inconsistencia de la obligatoriedad dentro del marco del accionariado concentrado: (i) la transferencia de la participación accionaria de control preexistente no vulnera para nada la posición e intereses de los accionistas minoritarios, ya que no existe modificación radical alguna en la estructura del accionariado de la sociedad y en su nivel de concentración; y, (ii) el régimen dificulta la transmisión de las participaciones de control consolidadas y, consecuentemente, la sustitución efectiva de la plana ejecutiva y directiva de la empresa, limitándose el beneficio de supervisión del que gozaría el accionista en un mercado de control activo.

Ante la imposibilidad de transferir en bloque su participación accionaria bajo condiciones libremente negociadas en un esquema de oferta privada, el accionista de control solamente aceptará salir de la sociedad en caso que la OPA se formule por la totalidad del capital social, al ser éste el único mecanismo que le permite deshacerse de la totalidad de sus acciones. Ello, en la medida que nuestro ordenamiento consagra el mecanismo de la OPA parcial y el implícito mecanismo de "prorrato" que conlleva dicho sistema.

Lo anterior origina un complejo y costoso sistema de transferencia de participaciones de control, originalmente diseñado con motivaciones similares, pero en un contexto caracterizado por ser muy distinto al concentrado mercado peruano. En este punto, nuevamente se evidencia el innecesario costo que la OPA obligatoria representa, puesto que la transferencia pudo realizarse por medio de una operación privada. Pero eso no es todo, sino que, por las mismas reglas del

(26) Ibid.; p. 41.

prorrato, casi siempre habrá necesidad de efectuar una OPA por la totalidad del accionariado para garantizarle al accionista con el control, su salida de la empresa. Esto último representa un gasto adicional al mismo costo de efectuar una OPA, lo que se traduce en un desincentivo adicional para adquirir la empresa.

Dicho contexto perjudica a los propios accionistas con el control, quienes no podrán transmitir libremente sus acciones -ya que los potenciales adquirentes incurrirían en costos demasiado elevados para adquirir la empresa-, teniendo así que permanecer en la sociedad contra su voluntad. En consecuencia, el sistema de OPA obligatoria puede finalmente terminar desincentivando la salida a bolsa de numerosas empresas, por el lógico temor de los accionistas mayoritarios de no poder transferir sus participaciones accionarias en el futuro debido a que cotizan en bolsa y se sujetan a un sistema inflexible de transferencia de propiedad⁽²⁷⁾.

Por otra parte, es claro que este sistema también afecta a los propios accionistas minoritarios y al sistema económico en general, toda vez que la iliquidez que el marco legal origina a los bloques accionarios de control, determina la reducción de las adquisiciones y, consecuentemente, la no renovación de la gestión de la empresa y la administración deficiente de sus recursos. Así, pues, la rentabilidad que los accionistas minoritarios buscan percibir a través de sus participaciones accionarias, no puede ser mejorada o alcanzada debido a los costos prohibitivos de este sistema.

Y ésa, sin duda, ha sido la tónica de lo que ha venido sucediendo en el mercado nacional. Hasta el punto que, desde el año 1997, sólo se ha producido una OPA hostil en nuestro medio: la de Milpo S.A.A. sobre Atacocha S.A.A, durante el año 2001. No resulta curioso el hecho de que la plana directiva de Atacocha S.A.A. haya considerado, en un momento determinado, impugnar la OPA ante CONASEV por “no haber sido negociada con ellos” previamente. Ello porque la cultura corporativa peruana ha internalizado la transferencia de acciones listadas en bolsa mediante OPA’s, con la negociación previa con un grupo de control definido -aunque en este caso no lo haya porque, de lo contrario, la OPA no hubiera podido realizarse-, lo cual es sin duda atípico e impensable en otras naciones, donde la adquisición hostil es bastante frecuente. No estamos hablando, pues, de un mecanismo natural de transferencia en modo alguno -lo que sí puede decirse de los mercados de control anglosajones-.

De lo anterior puede concluirse que el sistema imperativo de OPA’s no mejora la posición de los accionistas minoritarios en las sociedades cotizadas, sino que puede conllevar la inactividad del mercado de control, al impedir una fluida transferencia de las participaciones de control, perjudicando de esta manera los intereses de los propios accionistas minoritarios, que son a quienes dicho sistema precisamente busca proteger.

3.3.4 El verdadero alcance de la protección del accionista minoritario.

Como se ha señalado en párrafos precedentes, la obligatoriedad de la OPA radica fundamentalmente en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios a no ser excluidos de la prima de control. Para poder cumplir con tal propósito, el legislador nacional optó por copiar el modelo que el ordenamiento español adoptó al regular este instituto.

La historia de la regulación de la OPA parece haber seguido la suerte de gran parte de la legislación nacional. El legislador copió la regulación española sin analizar a fondo el contexto en el que esta institución operaba y, sin duda, no reparó en que la normativa española que establecía la obligatoriedad de las OPA’s se había inspirado, a su vez, en el ordenamiento francés y que la regulación francesa, que también consagraba la obligatoriedad de la OPA, se había inspirado en el modelo inglés. Es claro entonces, que al igual que en muchos otros lugares, la OPA es regulada en el Perú por mimetismo, excluyéndose, por tanto, cualquier posible análisis de coyuntura. De haberse producido un concienzudo análisis, sin duda alguna, el legislador hubiera tomado en consideración los datos fácticos ilustrados en el Cuadro No. 1.

Es claro que el porcentaje de concentración del accionariado en Francia (57.9 por ciento), hace innecesaria la obligatoriedad de la OPA, modelo que sin duda funciona en el Reino Unido, donde la sociedad objetivo típicamente no va a detentar un accionista con el control; es decir, la obligatoriedad -la cual no acarrea sanción jurídica alguna-, calza perfectamente con un sistema de accionariado difundido y no acarrea sobre costo alguno porque las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres, mayoritariamente, no tienen un grupo de control definido con grandes porcentajes de concentración -en el peor escenario, un accionista mayoritario podría tener el 14.4 por ciento del accionariado de la empresa, posibilitando que se

(27) Ibid.: p. 42.

Cuadro No. 1
Comparación de economías desarrolladas (Año 1996)

	Promedio de mayor participación accionaria de sociedades listadas (porcentaje accionario)		Propiedad de Accionariado común por empresas no financieras	Capitalización bursátil de acciones nacionales emitidas y listadas (como porcentaje de PBI)
Francia	57.9	(680)	58	49
Alemania	55.9	(402)	42	28
Italia	48.0	(214)	25	21
E.E.U.U.	25.4	(457)	0	114
Reino Unido	14.4	(189)	1	142

Fuente: BERNDT, MARKUS. *Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms*.

originen ofertas competidoras por el remanente de las acciones, originando el incremento del valor de la prima de control-.

Conforme fue establecido con anterioridad, el modelo británico puede ser, en gran parte, cuestionable. Es claro que no se requiere de la OPA obligatoria para cumplir efectivamente con brindar protección al accionista minoritario. Y es que la realización de la OPA definitivamente protege al accionista minoritario, pero sólo cuando hay necesidad de hacerlo. En todo caso, la obligatoriedad de dicho sistema subyace en la dispersión del accionariado, por lo que, la frecuencia de las transacciones con accionistas que detentan el control es nula o casi nula; en un contexto como tal, la OPA es una medida necesaria para adquirir el control.

El legislador nacional tampoco parece haber considerado los fundamentos operativos en los que descansa un sistema como el norteamericano, donde la voluntariedad de la OPA permite obtener el control de quien efectivamente lo detente: de un determinado grupo de accionistas vía transacción privada, cuando haya concentración del accionariado, o de un grupo indeterminado de accionistas, cuando el accionariado está difundido en el mercado. La empresa siempre tendrá la opción de proceder por la vía más adecuada, sin que ello signifique que se vulneran los derechos de los accionistas minoritarios, como podrá apreciarse posteriormente.

Resulta evidente que nuestros legisladores no tomaron en cuenta ninguno de estos aspectos;

simplemente copiaron un modelo que, probablemente, creían ideal para proteger al accionista minoritario, claro está, sin reparar en el verdadero alcance de éste. Peor aun, el modelo francés, fuente del modelo obligatorio y otros esquemas proteccionistas, ha sido calificado como uno de los peores sistemas legales en el mundo en incentivar el desarrollo del mercado de capitales y en dotar de verdadera protección a los accionistas minoritarios⁽²⁸⁾. En este sentido, las cifras consignadas en el Cuadro No. 3, son más que evidentes.

Sin duda, los modelos voluntario y obligatorio despiertan curiosidad: ¿por qué modelos opuestos funcionan tan bien en el Reino Unido y en los Estados Unidos respectivamente? ¿Por qué los mercados de control de ambas naciones son los mercados más dinámicos y activos del mundo teniendo modelos de regulación opuestos? La respuesta radica en la dispersión del accionariado de la que ambos sistemas gozan. Es probable que hacia 1968 -y esto es altamente especulativo-, al diseñarse ambos regímenes no se contara con evidencia empírica que efectivamente midiera el grado de dispersión del accionariado en ambos mercados y que les permitiera optar por un modelo regulatorio sobre la base de cifras estadísticas concretas. Sin embargo, la dispersión del accionariado parece ser un rasgo concreto e implícito en la estructura del *common law* y, ciertamente, no un fenómeno reciente⁽²⁹⁾.

Bajo tal premisa, resulta claro que la opción regulatoria puede resultar irrelevante. Basta ver como

(28) Al respecto puede consultarse, LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Corporate Ownership Around The World*. En: *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2. 1999, pp. 471-517. De hecho, trabajos complementarios asocian el modelo peruano a la familia legal francesa. Sobre este último punto consultar LA PORTA, Rafael y LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. *Capital Markets and Legal Institutions*. Harvard University, Department of Economics, Abril de 1998.

(29) La dispersión del accionariado en ambos países empezó a manifestarse desde la última parte del siglo XIX. Para un estudio detallado con relación a este punto, consultar COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Columbia Law School. The Center for Law and Economics Studies.

la evidencia empírica actual confirma con creces el carácter excepcional de ambos sistemas en comparación con los del resto del mundo. En el resto de casos, sin embargo, la opción regulatoria sí es relevante. La obligatoriedad puede ser en realidad una representación plasmada en la ley de lo que efectivamente sucede en el Reino Unido; todas las transferencias de control se producirán de dicha manera. Sin embargo, salvo en los Estados Unidos, la obligatoriedad puede ser absolutamente irreal e ineficiente en el resto de países del mundo.

Ello se desprende de los hallazgos del seminal trabajo de La Porta y otros, el cual confirma la percepción antes descrita en el sentido de que la dispersión del accionariado es un fenómeno poco común. En síntesis, sobre la base de las 10 más grandes empresas no financieras cotizadas en las 26 economías más grandes del mundo, dicho estudio encuentra que: (i) poco menos del 10 por ciento tienen efectivamente accionariado difundido; (ii) 30 por ciento son controladas por grupos familiares; (iii) 18 por ciento eran controladas por el Estado; y, (iv) los diversos indicadores del estudio caen en diferentes categorías que no comprenden el accionariado difundido⁽³⁰⁾.

Sin duda, estas cifras dan mucho que pensar y, ciertamente no sólo respecto de la opción regulatoria de la OPA. Pero, a la luz de esta evidencia y del grado de actividad de los mercados de control anglosajones, es altamente probable que el control y la prima pagada para su obtención, tengan distintos dueños según la estructura de propiedad sea dispersa o concentrada y, consecuentemente, que las formas de transferirlo, pagarlo y repartirlo sean distintos de acuerdo justamente a dichas estructuras.

Por otra parte, resulta claro que nuestro mercado de capitales es pequeño y el accionariado concentrado que en éste impera determina que no haya separación en la gestión y la propiedad de las sociedades cotizadas. En función a esta premisa, cabe preguntarse si existe alguna razón especial que determine que, en mercados con estas características, la OPA tenga que ser necesariamente obligatoria.

Ante esta interrogante, los principales argumentos se orientan en un sentido distorsionado de la protección del accionista minoritario. Dicha tendencia se sustenta en que el beneficio de la OPA obligatoria otorgado al accionista minoritario en mercados de control concentrados, determina la creación de liquidez

para salir de la sociedad cotizada -vía venta de las acciones- al producirse la adquisición. Ello, se dice, genera un incentivo directo para una mayor inversión en bolsa por parte del público inversionista, puesto que los potenciales accionistas minoritarios tendrán un mecanismo de protección en las tomas de control. Por tanto, el modelo de la OPA obligatoria incentiva el crecimiento del mercado de capitales y del mercado de control.

La premisa anterior, sin embargo, obedece a una percepción errónea. En primer lugar, habría que reiterar que no existiendo separación en la gestión y propiedad de la sociedad cotizada y habiéndose identificado al accionista con el control, carece de sentido plantear la adquisición de las sociedades por una vía excesivamente costosa sin necesidad alguna de así hacerlo. Dicho esquema *per se*, atenta contra todo tipo de inversión en el mercado de capitales.

Ello se ve claramente reforzado por las razones económicas que sustentan la inversión bursátil. Así, cuando un inversionista adquiere acciones cotizadas lo hace tras haber pasado por un proceso económico de decisión que normalmente se basa en un criterio de diversificación de riesgos y, en consecuencia, de fragmentación de la inversión en una diversidad de valores -representativos de deuda o de capital- emitidos por distintos emisores en uno o más mercados de valores.

Del proceso económico de inversión referido en el párrafo anterior, se desprende que el interés prioritario de los propios accionistas consiste en obtener del marco regulatorio, condiciones suficientes para garantizar las posibilidades de funcionamiento ágil y eficiente del mercado de valores con la finalidad de que este permita acrecentar sus expectativas de rentabilidad -sobre la base de las decisiones de los propios privados-, tratando de evitar las rigideces y obstáculos que puedan comprometer la plena operatividad de éste⁽³¹⁾. No se trata, entonces, de que los accionistas minoritarios invierten por el hecho de que el ordenamiento consagra en su favor una prima de control, la cual pueden perder en cualquiera de sus diversas inversiones.

En este punto, resulta particularmente interesante destacar que el régimen imperativo de OPA's, descansa fundamentalmente en un ideal generalizado de "justicia", el cual debe de primar en las distintas formas en que se realicen los cambios de control en las sociedades cotizadas, evitando la exclusión de los demás

(30) LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Supra nota 28.

(31) GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras...*, p. 44.

accionistas de la prima de control pagada a los mayoritarios⁽³²⁾. Este ideal de “justicia” es el que se impone a cualquier criterio de racionalidad económica.

La línea de fondo, sin embargo, es que dicha percepción determina la creación de beneficios económicos injustificados en favor del accionista minoritario. Se trata de externalidades positivas que el ordenamiento no debería crear y cuyo costo es asumido por el adquirente -si realiza la adquisición-, por los accionistas con el control -si no se realiza la adquisición-, inclusive, por el propio accionista minoritario -al no beneficiarse con ningún cambio en la gestión de la empresa, al no producirse la adquisición-.

Dicha concepción de justicia, encarece la adquisición de empresas al imponer legalmente una OPA para una transacción que bien pudo realizarse mediante oferta privada -en la medida que la concentración del accionariado permite identificar quien detenta el control-; se trata de una clara imposición de barreras para la contratación y la asignación de recursos a sus usos de mayor valor. En este orden de ideas, los esfuerzos legislativos por incrementar la retribución percibida por los accionistas minoritarios de las sociedades sometidas a procesos de adquisición benefician a éstos, en la misma medida que perjudican a los potenciales adquirentes, quienes tienen que internalizar un mayor costo en los procesos de toma de control de cualquier otra sociedad cotizada debido a esta medida proteccionista. Ello termina perjudicando tanto al accionista mayoritario como al minoritario, pues finalmente no se produce adquisición alguna.

De lo expuesto anteriormente, se infiere que una adecuada regulación de las OPA's descarta la obligatoriedad. A nuestro entender, el sistema que consagra la voluntariedad de las OPA's es el más eficiente y el más adecuado para un mercado de control casi inactivo y con gran grado de concentración del accionariado. Ello básicamente porque permite elegir el mecanismo bajo el cual se tendrá que producir la adquisición; de este modo, si el accionariado está difundido en el mercado, tiene sentido hacer una OPA porque no se sabe quien detenta el control y, consiguientemente, la prima de control sería producida por todos los accionistas que decidan vender sus acciones y se repartiría entre todos ellos. Si, por el contrario, el accionariado está concentrado, se podrá identificar adecuadamente a quien detenta el control y

éste podrá ser adquirido a través del mecanismo de la negociación privada.

4 Mercado de capitales y protección de los inversionistas.

4.1 Los sistemas financieros y la integración de los mercados de capitales.

La literatura económica ha identificado básicamente dos tipos de sistemas financieros en el mundo cuya estructura determina diferentes formas de gobierno corporativo. Dichos sistemas son: (i) el *outsider system* (OS); y, (ii) el *insider system* (IS).

Los ejemplos típicos del primer sistema están constituidos por los Estados Unidos y el Reino Unido, donde existe una clara dispersión del accionariado, liquidez del mercado de capitales, bajo grado de estructuras *holding*, y un activo mercado de control. En el IS, por el contrario, existe una gran concentración del accionariado, iliquidez del mercado de capitales y alto grado de estructuras *holding*. Esto último es típico de Francia, Alemania e Italia. El lector notará que el Perú reúne con claridad las características atribuibles a este segundo grupo.

El marco legal de ambos sistemas es también distinto. Mientras que los países del OS tienen estrictas regulaciones en las leyes relativas al mercado de valores y otorgan funciones supletorias a leyes de sociedades, la regulación en los países del IS suele ser bastante liberal en materia de mercado de valores y absolutamente estricta en lo referente a las leyes de sociedades, sobre todo en lo relativo a la composición del directorio, los cambios en la estructura del capital, derechos de adquisición preferente, etcétera⁽³³⁾.

Estas diferencias son ilustradas en el Cuadro No. 2.

Los países del OS presentan rasgos comunes, tales como las pequeñas participaciones accionarias adquiridas tanto por personas naturales como por inversionistas institucionales. En cambio pueden encontrarse diversos tipos de IS's. Por ejemplo, en Alemania son las entidades del sistema bancario quienes ejercen el control de las corporaciones a través de complejas estructuras de *holdings* y mecanismos de votación a través del otorgamiento de poderes. Situaciones de control familiar pueden ser encontradas en varios países en vías de desarrollo -como el Perú- pero también en Suecia e Italia. El Estado puede ser

(32) Con relación a este punto consultar EASTERBROOK y JARRELL, *Report of Recommendations: Separate Statement*. Washington D.C.: Advisory Committee on Tender Offers, 1983.

(33) BERNDT, Markus. Op. cit.; p. 3

Cuadro No. 2
Características de los sistemas financieros

		Insider system (IS)	Outsider system (OS)
Accionariado	Grado de concentración	Alta	Baja
	Estructuras Holding	Frecuentes	No frecuentes
Mercados	Mercado de capitales	Ilíquido	Líquido
	Mercado de control	Inactivo	Activo
		Estricta	Liberal
Leyes	Ley de sociedades	Liberal	Estricta
	Ley del mercado de valores		

Fuente: BERNDT, Markus. *Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms*

quien detente el control en las corporaciones de las economías en transición, pero también en países avanzados como Austria. El sistema financiero del Japón es un caso especial: es conocido como el *Keiretsu-system*, y presenta una red de sociedades *holding* alrededor de grandes entidades bancarias⁽³⁴⁾.

Debe quedar claro que no se trata de sostener que un sistema es mejor que otro⁽³⁵⁾. Simplemente son diferentes y solucionan problemas de distintas maneras, en función de las características de sus propios contextos, probablemente con igual efectividad. Pero lo cierto es que mientras esta concepción funcionaba décadas atrás respondiendo a la coyuntura del momento, hoy por hoy el fenómeno de la globalización ha dado origen a una época de competitividad y gran movilidad de capitales, donde el acceso a las finanzas corporativas y la confianza del inversionista son simplemente vitales para cualquier economía.

Es en esta coyuntura donde debe evaluarse la efectividad del sistema. Resulta evidente que, en un mundo de apertura de mercados, las economías del OS gozan de ventaja con relación a los países del IS - inclusive los países desarrollados del IS-, como puede

deducirse de la evidencia empírica presentada en el cuadro No. 3.

Dicho contexto ha originado que a mediados de los noventa, los sistemas de gobierno corporativo hayan entrado en proceso de convergencia. De hecho, hay una clara tendencia de las empresas y mercados de valores por acceder a las ventajas del OS⁽³⁶⁾. En efecto, el mundo marcha a una clara competencia entre los mercados de capitales, lo cual beneficia a todos los países ya que se lograría una estandarización de los sistemas financieros, reduciéndose así los costos de agencia y, en general, los costos de transacción que limitan la competitividad de las empresas y la confianza del inversionista. Ello permitiría crecer a los mercados de capitales y marchar gradualmente hacia las cifras de actividad ostentadas por los mercados del OS. Nótese, sin embargo, que dicho proceso conlleva los perjuicios propios de todo proceso competitivo para aquellos que no se han efectivamente preparado para competir.

La carrera está todavía en sus inicios pero, aun así, la ventaja que llevan los países del *common law* parece ser considerable. Se ha llegado a estimar que, como parte de esta competencia, ante la falta de protecciones legales

(34) Ibid.: p. 13. Ver también, GILSON, Ronald J. *The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. Columbia Law School. The Center for Law and Economics Studies. Mayo del 2000.

(35) De hecho, investigaciones recientes han sostenido que la combinación de los estándares de gobierno corporativo entre Japón, Alemania, Inglaterra y los Estados Unidos, darían lugar al mejor sistema de gobierno corporativo posible. SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. *A Survey of Corporate Governance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Abril de 1996.

(36) Dicha convergencia viene siendo ilustrada por gran parte de la literatura del Análisis Económico del Derecho, aunque existen severas discrepancias en cuanto a posibilidades, fórmulas, alcances y consecuencias. Para un análisis detallado de estas teorías puede consultarse, entre otros, COFFEE, John C. *What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?* Columbia Law School. The Center for Law and Economics Studies. Septiembre de 2000. COFFEE, John C. *The Future as History. The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*. En: *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, No. 3. 1999. pp. 641-708. GILSON, Ronald J. *Supra* nota 22.

Cuadro No.3
Diferencias financieras y legales en 17 economías desarrolladas

País	Familia legal (*)	Concentración del accionariado			Diferencias legales			Mercado de capitales	
		Cálculo de participaciones de control sobre los 3 mayores accionistas en las 10 firmas más grandes	Porcentaje de sociedades con capital cerrado medianamente grandes	Índice de concentración del accionariado	Revisión judicial de derechos de adquisición preferente	Casos que requieren de mayoría calificada para adoptar acuerdos	Estándares de los mecanismos de rendición de cuentas	capitalización bursátil sobre PBI	Actividad de fusiones y adquisiciones
EEUU	a	0.12	0.5	0	0	0	71	114	23.73
Canada	a	0.24	0.6	0.22	0	0	74	86	23.99
Irlanda	a	0.36	0.5	0.24	0	0	N/A	49	17.75
Italia	al	0.13	0.8	0.31	0	0	65	66	0.48
Reino Unido	a	0.15	0.9	0.43	0	0	78	142	32.52
Suiza	al	0.48	0.6	0.46	1	1	68	136	18.82
Suecia	e	0.28	0.9	0.56	0	0	83	95	22.93
Holanda	f	0.31	0.9	0.59	0	0	64	95	17.78
Noruega	e	0.31	0.9	0.59	0	1	74	36	24.71
Francia	f	0.24	1	0.62	1	1	69	38	10.11
Finlandia	e	0.34	1	0.72	0	1	77	49	25.39
Alemania	al	0.5	0.9	0.78	1	1	62	28	9.03
Dinamarca	e	0.4	1	0.78	0	1	62	41	16.78
España	f	0.5	1	0.88	1	1	64	33	4.13
Austria	al	0.51	1	0.89	1	1	54	15	7.46
Bélgica	f	0.62	0.9	0.9	1	1	61	44	8.89
Italia	f	0.6	1	0.98	1	1	62	21	4.08

Nota: (*) a= anglosajona; al= alemana; e= escandinava; f= francesa

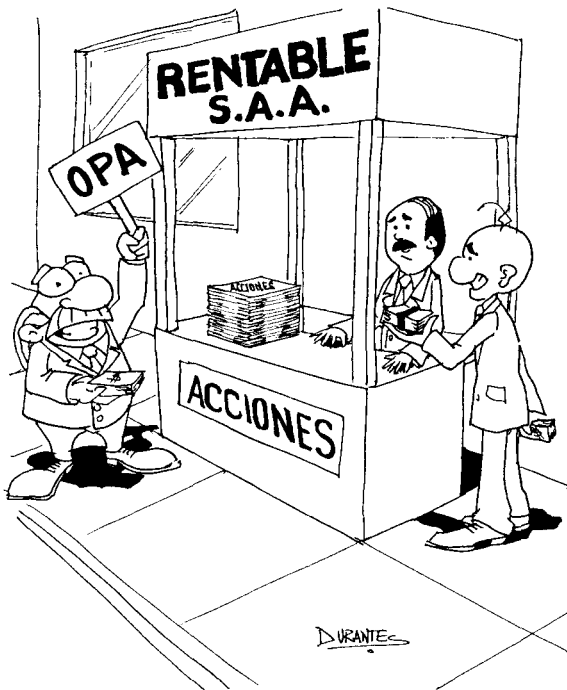
Fuente: BERNDT, Markus; *Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms*. LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES, SHLEIFER y VISHNY. *Corporate Ownership Around the World*. 1998.

que se puedan brindar en la mayoría de mercados nacionales, algunas de las firmas del IS busquen amparo cotizando en bolsas de valores del OS y no en los mercados nacionales⁽³⁷⁾. Dicha manifestación podría ser la primera de las formas bajo las cuales se inicie una fuga de capitales de mercados del IS a mercados del OS. En este contexto, y dentro de un marco globalizado, las

reformas nacionales y hasta regionales para afrontar el inminente proceso de convergencia parecen estar a la orden del día y el temor de perder en esta competencia parece ser la idea subyacente a estas reformas.

Para afrontar dicho proceso de convergencia adecuadamente, existe la necesidad de entender plenamente el funcionamiento de nuestro sistema y de

(37) COFFEE, John C. *The Future as History*.



hacer una cantidad considerable de reformas en diversos planos (legislativo, económico institucional, etcétera). Es en este punto donde debe considerarse que implementar cambios radicales en un sistema es algo que puede conllevar una buena dosis de tiempo, continuidad y paciencia. Los resultados no aparecen de un día a otro. Se requiere tiempo para implementar este tipo de reformas. La experiencia nos enseña que las reformas precipitadas y radicales, pueden originar sistemas financieros ineficientes e inestables, como pasó en los casos ruso y checo, mientras que las reformas graduales y mensuradas han tenido claras connotaciones de éxito. Polonia es el mejor ejemplo de esto último⁽³⁸⁾.

4.2 Algunos problemas en el gobierno corporativo peruano.

Es cierto que las OPA's -y en general las fusiones y adquisiciones- contribuyen al desarrollo del mercado de capitales, pero en un sentido diferente al que los argumentos proteccionistas pretenden otorgarle: sí,

generan más inversión pero de manera indirecta, haciendo más eficiente la administración de las empresas y garantizando al inversionista el libre intercambio de bienes y un mecanismo de fiscalización externo por los equipos directivos de otras empresas. Son, sin lugar a dudas, saludables para la economía pero no pueden proteger al accionista minoritario fuera de este ámbito. Su rol termina allí y no cumple todas las funciones que el proteccionismo le atribuye con la finalidad de poder justificar el régimen obligatorio.

La protección del accionista minoritario y de los inversionistas en general, se da primordialmente a través de medios de fiscalización internos, que buscan garantizar al accionista que no será excluido de los beneficios que la firma produce y de que podrá monitorear con facilidad la labor de los directivos, evitando que éstos dirijan la firma para beneficio de sus propios intereses. Dichas protecciones internas se dan en un primer nivel y son complementadas por los medios de fiscalización externos -como la OPA- que garantizan la posibilidad de mejorar el rendimiento de la firma.

Sin embargo, sólo la adecuada protección de los derechos de los accionistas (mayoritarios y minoritarios) es la que puede efectivamente desarrollar un mercado de capitales eficiente, generando incentivos para invertir en él. Sólo garantizando este nivel de protección, se podrá obtener un mercado de capitales con mayor liquidez y mayor dispersión en el accionariado, lo cual, a su vez, permitirá un efectivo desarrollo del mercado de control y, consiguientemente, mayor eficiencia en la gestión de las empresas.

¿Cómo podríamos estructurar mejor nuestro mercado de capitales? ¿Cómo podríamos incentivar su crecimiento? La respuesta no es nada sencilla. Existen una gran cantidad de factores que deben ser considerados para lograr dicha meta. En las líneas restantes, trataremos de definir los lineamientos básicos que deberían seguirse para poder desarrollar un mercado de capitales eficiente y líquido, sin perjuicio de que ello sea materia de investigaciones exclusivamente enfocadas en el tema.

Un punto de gran importancia en el desarrollo del mercado de capitales, es el rol que desempeñan las variables legales. En efecto, reciente investigación comparativa⁽³⁹⁾ ha resaltado que no es posible desarrollar

(38) COFFEE Jr., John C. *Privatización y gobierno corporativo*. En: *Ius et Veritas*. Año XII, No. 23. Lima: PUCP, 2001. pp. 128-160.

(39) Al respecto puede consultarse: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Corporate Ownership Around The World*. Supra nota 28; y, LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; y VISHNY, Robert. *Investor Protection and Corporate Governance*. En: *Journal of Financial Economics* No 3. (2000). Es importante resaltar que la posición que asumen estos autores tiene que ver con el papel que juegan los factores legales y políticos que pueden impedir que un sistema financiero determinado sea eficiente.

un mercado de capitales sin adecuada protección legal de los inversionistas -incluyendo accionistas y acreedores-, frente a una potencial exclusión de los beneficios por parte de los accionistas con el control de la sociedad o, en su caso, por los administradores de ésta.

Pero ¿qué pretendemos lograr? El objetivo debe orientarse en proteger los derechos de los inversionistas, tanto a nivel de accionistas como de acreedores. Los beneficios de ello serían: expandir los mercados financieros, facilitar la financiación externa de nuevas empresas (lo que se traduce en un mayor número de empresas cotizando en bolsa), la destrucción gradual del accionariado concentrado y la eficiencia en la asignación de inversiones. En esa línea, entonces, ¿qué podemos hacer para lograr cumplir con estas metas?

A nuestro entender, y reiterando la necesidad de estudios especializados y detallados respecto de cada uno de estos y otros temas, una reforma en nuestro sistema debería considerar lo siguiente:

a) La importancia de la calidad de la regulación:

La calidad de las normas legales sí importa. Si éstas protegen adecuadamente a los accionistas mayoritarios y minoritarios, entonces se genera una estructura que permite desprenderse de las participaciones accionarias representativas de control, en la medida que los accionistas con el control podrán constatar: (i) que existen suficientes garantías de que no serán excluidos por los directivos de los beneficios producidos por la firma; y, (ii) que, en vista de lo anterior y varias otras consideraciones a que se aludirá más adelante, resulta más rentable para quien detenta el control dispersar el accionariado -en función de la liquidez que podrían obtener las acciones que se sueltan al mercado- y del propio valor y liquidez de la que gozaría su propia participación. Ello ayudaría a la separación de la gestión y la propiedad en las sociedades cotizadas. Sin embargo, éste no es el único lineamiento a seguir para lograr dicho objetivo, como podrá apreciarse posteriormente.

b) Adecuados estándares de gobierno corporativo:

Estándares adecuados para el gobierno corporativo incentivan la provisión de capital en las empresas, el uso del capital de acuerdo a métodos de libre mercado y el monitoreo del uso del capital aportado por el inversionista a nivel de las decisiones adoptadas por los órganos de la compañía.

Habiéndonos ocupado ya de los incentivos externos -en particular del mercado de control- haremos ahora referencia a los incentivos de carácter interno. En este sentido, el voto es la mejor arma del accionista para ejercer sus derechos.

Se trata aquí, de lograr un balance para otorgar a los gerentes y directores la suficiente discrecionalidad para dirigir la compañía, garantizando que no hayan interferencias indebidas y hacerlos susceptibles de rendir cuentas a los accionistas y otros tenedores de valores representativos de capital. Los grandes involucrados en este proceso son:

- Los accionistas: quienes proveen capital de riesgo a cambio de la oportunidad de beneficiarse con la rentabilidad y el aumento del valor de la compañía. Están protegidos por ciertos derechos: elegir y remover directores y aprobar o desaprobado cambios fundamentales, tales como, fusiones o modificaciones en el capital social de la empresa. El interés de los accionistas se traduce en el valor del accionariado de la empresa.

- El directorio: que debe representar los intereses básicos de los accionistas y otras partes interesadas. Selecciona y, de ser el caso, remueve a la plana gerencial, da instrucciones a la gerencia de la compañía y monitorea el desempeño de éste. Generalmente el directorio es responsable del planeamiento estratégico (incluyendo fusiones y adquisiciones), declarar la existencia de dividendos y establecer incentivos para la plana general. En la medida que el directorio puede estar compuesto de representantes de accionistas, de gerentes, acreedores, trabajadores, su interés puede ser mixto. Sería recomendable que, en nuestro caso, además del deber de velar por el interés social, tenga un deber fiduciario para con los accionistas. Otra opción es sustituir dicho deber de interés social por la visión norteamericana de que los directores deben velar por incrementar el valor del accionista. Este último punto es sumamente controversial y escapa largamente a los propósitos específicos de este trabajo.

- La gerencia: tiene la responsabilidad de las operaciones del día a día; se reporta al Directorio. Es responsable por la maximización de la ganancias corporativas y el valor de las acciones en poder de los accionistas. Sin embargo, a menudo toma otros objetivos (protección "ambiental", mantener su puesto de trabajo y varios otros). El interés de la Gerencia a menudo es maximizar sus salarios, beneficios y reputación profesional.

- Acreedores: cuyos intereses varían, pero tienen uno que es claramente reconocido: maximizar la rentabilidad del pago. Si los acreedores pueden tener una porción significativa del capital social, este interés puede balancearse con aquel por el que se busca maximizar el valor de la compañía.

Como ha sido señalado anteriormente, en la mayoría de firmas con accionariado concentrado la

gestión no está separada del control. En el 69 por ciento de los casos el accionista controlador coloca en la plana ejecutiva y directiva de la empresa a personas vinculadas a éste⁽⁴⁰⁾. El accionista controlador (en adelante, “insider”), se puede valer de diferentes formas para fortalecer su posición y para manejar la empresa libre del monitoreo de los minoritarios.

La concentración del accionariado puede facilitar el manejo de la empresa. No es necesariamente mala. Como se estableció anteriormente, simplemente resuelve una situación en la que el incentivo es concentrar la participación accionaria de manera que se permita incluir en ésta el control. En contextos donde se carece de efectiva protección legal, concentrar el control en la participación accionaria es lo único que permite al accionista dotar de valor económico a dichas acciones. De lo contrario invertir no tendría ningún sentido. Se trata entonces de un producto que surge ante la carencia de protecciones legales efectivas.

De esta forma, conociendo el rol que cada agente desempeña en la empresa, se deberá evitar el potencial abuso por parte de los *insiders*, de manera que los accionistas minoritarios y los demás inversionistas inviertan sin el temor de verse excluidos de los beneficios que podría reportar su respectiva inversión.

c) Sistema de *enforcement*:

Si las normas no pueden cumplirse cualquier reforma legal que pueda implementarse no servirá de nada. En este sentido, debe considerarse que las mejores normas legales son aquéllas que se pueden ejecutar. No se trata de crear nuevas normas y, posteriormente, ver

cómo es que éstas pueden ejecutarse, sino más bien de crear nuevas normas que puedan ejecutarse dentro de la infraestructura existente.

Es evidente la importancia del rol del sistema judicial para un adecuado *enforcement*. En este sentido, se debe considerar la percepción que tiene el inversionista extranjero en relación al sistema judicial peruano. Así, un conocido estudio comparativo⁽⁴¹⁾ calificaba la eficacia del poder judicial peruano, en una escala de puntuación del 1 al 10, con 4.75 puntos⁽⁴²⁾. Asimismo, en lo referente a corrupción, en una escala descendente del 10 al 1, el calificativo fue de 4.70 puntos.

Debe destacarse que dichas cifras no son para nada alentadoras. En efecto en el primer caso, nos encontramos frente a uno de los dos puntajes más bajos en todo Latino América y, en el segundo caso, el puntaje asignado coloca a nuestro país entre los cinco índices de corrupción más altos del mundo junto con Venezuela, Egipto, Nigeria e India.

Esta realidad nos debe hacer evaluar salidas alternativas. Obviamente la respuesta final pasa por mejorar el sistema judicial peruano, lo cual incluye una plana profesional seria y especializada. Sin embargo, la realidad indica que esto no es posible en el corto plazo. Una posible salida, sería la de otorgar facultades jurisdiccionales a CONASEV, vía reforma constitucional, con la finalidad de que las decisiones de esta entidad no sean revisadas en la actual sede jurisdiccional peruana⁽⁴³⁾. Esta alternativa, inclusive, podría resultar aplicable al sistema concursal, cuya

(40) LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Corporate Ownership Around The World*. Supra nota 28.

(41) LA PORTA, Rafael y LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. *Capital Markets and Legal Institutions*. Supra nota 28.

(42) El ítem “eficacia del sistema judicial” obedece al calificativo de riesgo-país elaborado por la agencia Business International Corporation.

(43) Como es lógico suponer, una propuesta de esta naturaleza no está libre de controversia. Sin embargo, se ampara en que el principal obstáculo para garantizar un adecuado *enforcement* está definido por la imposibilidad real de poder contar con una corte especializada en temas societarios y bursátiles, en el corto plazo, dentro de la estructura del Poder Judicial peruano. Es claro que no se trata sólo de un tema salarial, sino de lo poco atractivo que resulta el sistema judicial para profesionales calificados y especializados, quiénes tendrían que trabajar bajo condiciones distintas a las del sector privado, debiendo lidiar con personal poco capacitado, trabas burocráticas, infraestructura inadecuada, corrupción, etcétera.

Ante dicha coyuntura, existen dos opciones: o esperar a que la reforma del Poder Judicial cree condiciones adecuadas o, sin perjuicio de que ello se produzca, resolver el problema ahora, con una salida como la propuesta o similar a ésta, en la que se prescindiera de la intervención del Poder Judicial, al menos temporalmente. En este sentido, es claro que otorgar facultades jurisdiccionales a CONASEV supondría una reforma de la estructura del regulador, con la finalidad de que las garantías consagradas en la Constitución Política sean plenamente respetadas y ejecutadas. Bajo esta premisa, por ejemplo, podría separarse el Tribunal Administrativo de CONASEV del manejo de dicha entidad, a fin de diferenciar al regulador del juzgador; así como garantizar un nombramiento independiente de sus miembros y que éstos gocen de todas las facultades propias de un juez. Tareas pendientes en una labor de esta naturaleza, deberían orientarse al diseño de mecanismos que garanticen el principio de la doble instancia, el derecho a un debido proceso y todo el espectro de derechos relativos a la materia constitucional, así como a una diversidad de otros aspectos que bien podrían ser tratados en investigaciones enfocadas exclusivamente en este tema.

Debe resaltarse que gran parte del potencial rechazo hacia esta propuesta, probablemente no considere que el uso de tribunales especializados con facultades jurisdiccionales, como el sugerido, no es una materia nueva en la estructura del Estado peruano. Cabe preguntarse en este punto, si la naturaleza del Jurado Nacional de Elecciones o, inclusive, del Tribunal Constitucional, es muy diferente a la del mecanismo

eficiencia es vital para el desarrollo del mercado de capitales. Por supuesto que esta opción pasa por mejorar la calidad profesional del regulador, cuyos miembros, además, deberán ser independientes y no estar sometidos al siempre tentador poder político.

En la medida que haya un *enforcement* adecuado, velocidad en la revisión de impugnaciones, predictibilidad en las decisiones, etcétera, sumados a la oportunidad que un accionista controlador -típicamente un grupo familiar peruano- detecte para generar ganancia sin concentración del accionariado, estaremos en posibilidad de iniciar la dispersión de éste en las empresas peruanas.

En este orden de ideas, discrepamos de la opinión de la burocracia peruana, la cual considera que para lograr la dispersión del accionariado se requiere simplemente de la reforma del marco legal societario y del mercado de valores⁽⁴⁴⁾. Dicha postura es equivocada. Si bien es cierto se necesita de reformas legales de calidad para eventualmente originar la dispersión del accionariado, si no se garantiza un *enforcement* adecuado no será posible lograr dicho objetivo.

Lo anterior se desprende del hecho de que, al no haber un buen *enforcement*, el costo de agencia se agrava por el efecto generado por la no aplicación de la ley. Por tanto, queda un claro incentivo en el accionista controlador para no profesionalizar la gerencia y dispersar en el mercado parte del accionariado. Sin embargo, esto no es todo. Por ejemplo, una economía desarrollada como la alemana no dispersa su accionariado aun cuando, en el estudio comparativo antes referido, la eficacia de su sistema judicial registra un calificativo de 9.00 y uno de corrupción de 8.93 (entre

los mejores del mundo). Ello resulta ser más contundente todavía cuando comparamos el calificativo de la calidad de sus leyes (9.32) y sus estándares de rendición de cuentas (62 diferentes estándares) frente a los registrados en los mismos rubros por la economía peruana (2.50 y 38, respectivamente). Y aún así, con tales estándares de calidad, no existen incentivos de dispersión del accionariado⁽⁴⁵⁾.

Coincidimos con nuestra burocracia, en afirmar que el tipo de incentivos generados por la nueva economía crea en los accionistas una clara necesidad para dispersar el accionariado. Por eso, entre otros alcances, afirmábamos que se trata finalmente de un tema de oportunidad del accionista o grupo controlador. Pero dicha oportunidad, además de la evaluación financiera del empresario, no sólo se genera a partir de reformas legales, sino, entre otros factores, a partir del *enforcement* que nuestro sistema sea capaz de ofrecer. De lo contrario, la coyuntura obligará a las empresas peruanas a competir sin haber desarrollado el pleno de sus capacidades.

d) Autorregulación:

Existiendo problemas de ejecución y cumplimiento -derivados, en nuestro caso, de las obvias deficiencias del aparato judicial- probablemente, la regulación gubernamental podría ser la mejor opción. Sin embargo, consideramos que en este punto, lo mejor sería implementar un mecanismo que tienda a la autorregulación (tanto a nivel del ente regulador, como de la bolsa de valores), que restrinja la intervención política a sólo aquellos casos en que ésta es realmente necesaria. La autorregulación podría permitir una ejecución sectorial y no centralizada y, por tanto, una supervisión de mayor calidad⁽⁴⁶⁾.

de solución propuesto. Si bien es cierto la existencia de dichas entidades responde a temas tradicionalmente vitales para la estabilidad del sistema democrático, debe considerarse que lo que se pretende resolver con esta propuesta, es vital para el futuro del país, cuyo desarrollo depende del flujo de inversiones que sea capaz de atraer al mercado doméstico y de la reducción de costos de transacción para facilitar el financiamiento no sólo de la gran empresa sino de la pequeña y mediana empresa, lo cual necesariamente presupone el desarrollo de mercados accionarios líquidos, los que, a su vez, conllevan como presupuesto la existencia de un *enforcement* efectivo.

En tal sentido, innovar o ser creativos para resolver un problema tan serio como el planteado, es muy importante. Los beneficios derivados de apartarnos de los mecanismos tradicionalmente utilizados para estructurar el ejercicio de facultades jurisdiccionales, bien pueden valer la pena, siempre que se garantice que la actividad de la nueva entidad respete plenamente las diversas garantías establecidas en la Constitución Política.

- (44) MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. *Consulta ciudadana: Acceso a financiamiento a través del mercado de valores*. En: Diario Oficial *El Peruano*. Lima, 25 de abril de 2001. p. 11.
- (45) Esto es ilustrado en un detallado estudio de ROE, Mark J. *The Quality of Corporate Law Argument and its Limits*. Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Nueva York, febrero de 2001. Al respecto se estima que la causa probable es el papel del factor "error" en la gestión de la empresa y la desconfianza del accionista controlador frente al costo derivado del mismo, así como la potencial ausencia de un mercado gerencial y ejecutivo.
- (46) Para profundizar con relación a estas propuestas consultar COFFEE Jr., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Supra nota 36; COFFEE Jr., John C.: *Privatización y gobierno corporativo: Lecciones del fracaso del mercado de valores*. Supra nota 38. LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; y VISHNY, Robert. Supra nota 39.

5 Conclusión.

Mejores respuestas esperan mejores preguntas. Del análisis realizado a lo largo de este trabajo se desprende que proteger al accionista minoritario a través de una mala regulación de las OPA's puede obstaculizar el desarrollo del mercado de control, independientemente de los problemas que el mercado de capitales en el que se desarrolla pueda plantear. Aun cuando puede afirmarse que las variables legales que pregonan la protección de los inversionistas no son capaces de desarrollar con eficiencia un mercado de capitales con escasos recursos, éstas no dejan de ser importantes en el agregado. Ciertamente, una adecuada protección legal al inversionista a través de los mecanismos de supervisión interna, institucional y externa, incentivaría un crecimiento sólido, ordenado y predecible en el mercado de capitales y, consecuentemente, en el mercado de control.

Se trata entonces de crear una estructura de gobierno corporativo adecuada a nuestra realidad, que responda a las características de nuestro mercado y que cuide que la interrelación entre los incentivos externos e internos no inflencie negativamente en la rentabilidad y productividad de las empresas. De lo contrario, el desempeño del sector corporativo será débil y la energía empresarial será vertida al *lobbying*, las prácticas anti-competitivas y otras actividades tendientes a buscar la propia rentabilidad del administrador o del accionista controlador, en detrimento de la propia empresa y de los demás accionistas, lo que finalmente puede perjudicar la estabilidad financiera y económica nacional⁽⁴⁷⁾. La historia de la crisis asiática resulta ser ilustrativa al respecto.

“Proteger” al accionista minoritario con una OPA ante todo tipo de adquisición en el mercado no es la mejor solución. Una mejor interrogante sugiere que el accionista minoritario debe recibir sólo la protección

que sea necesaria: ni más, ni menos que ésta. Liberalizando la regulación de las OPA's y regulándolas bajo el enfoque de la voluntariedad, estaremos dotando de protección a los accionistas mayoritarios y minoritarios sin atentar contra el mercado de control y, por tanto, sin obstaculizar su desarrollo.

Por otra parte, el principal reto que nuestro país deberá asumir en esta nueva década, será el de la institucionalización en todos los niveles de gobierno, incluyendo el desarrollo de instituciones financieras - como bancos y bolsas de valores-, y de la infraestructura legal en la que subyace la actividad financiera y bursátil del país. Esto es algo que no se podrá realizar dejando al mercado como el único regulador de las operaciones que en éste se concreten. Para un efectivo funcionamiento del mercado de capitales y, consiguientemente, del mercado de control, es necesaria cierta regulación que favorezca una proporcional protección de los inversionistas. Nuevamente, en este punto, una mejor pregunta sugiere medida en la intervención regulatoria y, sin duda, creatividad para garantizar el efectivo cumplimiento de dicho marco legal.

Y tras todo esto, hoy por hoy, ante la actual regulación de la OPA y el magnificado alcance que se le atribuye, me mantengo escéptico. ¿Podrá ésta desarrollar una eficiente protección de los accionistas minoritarios en cualquier contexto? Probablemente sí, en el plano formal de la ley. Pero, en términos de protección real, su propia lógica la condena a reportar una deficiente asignación de recursos, una limitante expectativa de crecimiento y una pobre política de gobierno corporativo. Mientras no liberalicemos el mercado de control - evitando el siempre costoso proteccionismo- y mensuremos cómo proteger verdaderamente a los accionistas minoritarios, no habrá un verdadero desarrollo del mercado de capitales en el Perú o - pienso- en cualquier otro lugar. ^{AB}

(47) THE WORLD BANK GROUP. Supra nota 6. Ver además, LA PORTA, Rafael y LOPEZ DE SILANES, Florencio. *Capital Markets and Legal Institutions*. Supra nota 28.