

# Las adquisiciones involuntarias y las ofertas públicas de adquisición

**Juan Luis Hernández Gazzo**

Abogado. Profesor de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.  
LLM, Harvard Law School. Miembro de la Asociación Civil *Ius et Veritas*.

**Alfredo Filomeno Ramírez**

Abogado. Profesor de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

En el presente artículo comentaremos la regulación peruana sobre las denominadas “adquisiciones involuntarias” en el contexto de la normativa acerca de las ofertas públicas de adquisición (OPAs).

En efecto, las adquisiciones involuntarias están referidas a dos operaciones societarias muy particulares: (i) la adquisición de acciones de propia emisión y (ii) la adquisición de acciones emitidas por una matriz por parte de una subsidiaria (figura denominada por nuestra Ley General de Sociedades -en adelante, LGS- como “control indirecto de acciones”).

El caso de las adquisiciones involuntarias en el contexto de la regulación sobre OPAs es un tema que ha adquirido inusitada importancia a raíz, justamente, de la variación de la composición accionaria de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Así, una de las controversias de este caso, donde participan importantes grupos empresariales como Empresas Polar, Grupo Bavaria y Grupo Cisneros, gira en torno a los alcances de la regulación peruana sobre las adquisiciones involuntarias en el marco de la normativa sobre OPAs.

## 1 La determinación de la participación significativa en la legislación peruana.

### 1.1 Supuesto de hecho general de las normas sobre OPAs.

En nuestro ordenamiento, la aplicación de las normas sobre OPAs tiene como supuesto de hecho la intención de un sujeto de adquirir o incrementar lo que se denomina una participación significativa en el capital de una sociedad que cotiza, al menos, una clase de sus

acciones con derecho a voto en bolsa. Como la participación significativa está asociada a la idea de control sobre la sociedad objeto, los valores materia de adquisición deben dar la posibilidad de control. En el caso de acciones eso se traduce en acciones con derecho a voto.

Cuando nos referimos a la intención de un sujeto de adquirir o incrementar participación significativa, estamos aludiendo a que la idea de **voluntariedad en la adquisición o incremento de la participación significativa resulta fundamental para la aplicación del supuesto de hecho general de las normas sobre OPA.**

En efecto, el artículo 68 de la Ley del Mercado de Valores -en adelante LMV-, cuyo Texto Único Ordenado fuera aprobado por Decreto Supremo No. 093-2002-EF, ratificando esta idea de voluntariedad en la adquisición o el incremento de participación significativa, establece:

“Artículo 68.- Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa.- La persona natural o jurídica que **pretenda** adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en un rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad” (el resaltado es nuestro).

Resulta claro que el supuesto de hecho general de la norma es la voluntariedad de la adquisición o del incremento de participación significativa. De ahí la utilización del verbo “pretender”<sup>(1)</sup>.

(1) El artículo 68 modificado de la LMV coincidía en la idea de voluntariedad al usar el mismo verbo, “pretender”.

Este mismo concepto de voluntariedad se ve ratificado en el artículo 4 del Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución CONASEV No. 630-97-EF/94.10 y modificado por Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10 -en adelante, ROPA-, tanto en el texto actual como en el derogado, al centrar la aplicación de la normativa sobre OPA en la pretensión de adquirir o incrementar participación significativa<sup>(2)</sup>.

## 1.2 Concepto de capital social en el ROPA.

1.2.1. Para efectos de determinar en qué casos se deberá formular una OPA debemos establecer cuál es el verdadero alcance del término “capital social” en el ROPA, dado que es sobre la base de este concepto que se calcula la participación significativa.

Así, el literal d) del artículo 2 del ROPA señala que, para efectos de su aplicación, el término “capital social” debe entenderse como: “(e)l capital social, **totalmente suscrito y pagado al menos en un 25 por ciento, representado por acciones con derecho a voto que se encuentra inscrito** o en trámite de inscripción en el Registro de Personas Jurídicas del Sistema Nacional de Registros Públicos al día anterior a la oferta, **más las acciones con derecho a voto susceptibles de ser emitidas correspondientes a certificados de suscripción preferente emitidos.**”

Asimismo, forman parte del capital social los valores susceptibles de ser emitidos o adquiridos durante los doce meses siguientes como consecuencia de la conversión de obligaciones o del ejercicio de cualquier otro derecho otorgado por el Emisor a sus accionistas o a terceros, cuando dicha emisión o adquisición sea obligatoria para el Emisor” (el resaltado es nuestro).

De acuerdo con esta definición, y al no existir supuesto alguno de exclusión, debemos entender que **el concepto de capital social previsto por el ROPA comprende a todas las acciones con derecho a voto de la sociedad emisora.** Adicionalmente, se incluyen dentro de la definición de “capital social” a los aumentos de capital en trámite de inscripción ante los Registros Públicos -que darán lugar a la emisión de acciones- o aquéllos aún no acordados respecto de los cuales se tiene

la seguridad que se producirán en los siguientes doce meses, como sucede en el caso de la conversión de obligaciones en acciones o del ejercicio de cualquier otro derecho, cuando la emisión que se derive de la operación sea obligatoria para la sociedad emisora.

1.2.2. Como se puede apreciar de la definición contenida en el literal d) del artículo 2, el ROPA establece una definición de capital social que apunta a determinar la estructura accionaria de control de la sociedad. Por tal motivo, sólo se incluye dentro de la definición de capital social a las acciones con derecho a voto, puesto que sólo esta clase de acciones permite a su titular el ejercicio de la totalidad de derechos políticos que pueden darse al interior de la sociedad. Como se verá más adelante, el ejercicio de derechos políticos -en especial, el voto- resulta fundamental a efectos de determinar la realización de una OPA.

De acuerdo con la doctrina societaria<sup>(3)</sup>, el capital social se puede definir como el conjunto de aportaciones que efectúan los socios para que la sociedad desarrolle los negocios y operaciones que constituyen su objeto social, el mismo que cumple con la finalidad de generar ganancias, motivación principal de la inversión realizada. Al mismo tiempo, el capital social se presenta como un pasivo que representa una deuda de la sociedad frente a los socios, la misma que se originó como consecuencia de los aportes realizados por éstos.

La sociedad anónima es, por excelencia, una sociedad de capitales, por lo tanto, el capital social es un elemento fundamental de la misma. En palabras de Broseta Pont<sup>(4)</sup>, esta estructura capitalista permite que en este tipo de sociedades la proporción de capital detentada condicione su propio control y su dominio. Lo anterior se puede confirmar en la intensidad del ejercicio de los derechos sociales, el mismo que depende del número de acciones, es decir, del capital que posean los socios, partiendo del supuesto que cada acción corresponde a una porción de éste.

En concordancia con el párrafo precedente, el capital social tiene una función organizativa, pues sirve como directriz de las distintas relaciones jurídicas que se generan al interior de la sociedad, tanto entre ésta y sus accionistas como entre los accionistas mismos. Así, la mayor o menor participación accionaria de los socios

(2) Debemos destacar que esta idea de voluntariedad en el esquema peruano está inmersa dentro del modelo de regulación de OPA obligatoria que ha adoptado nuestra legislación. Sobre el particular, recomendamos ver: 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. Lima, 2000. pp. 87-100.

(3) SALAS SÁNCHEZ, Julio. *Apuntes sobre el capital social de las sociedades anónimas en la nueva Ley General de Sociedades.* En: *Ius et Veritas.* Año IX, No.17. Lima, noviembre 1998. p. 134.

(4) BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil.* 10a. Edición. Madrid: Tecnos, 1994. p. 241.

está relacionada directamente con el poder que éstos podrán tener en las decisiones que se tomen en la junta general de accionistas, las cuales pueden importar una afectación positiva o negativa de sus intereses.

1.2.3. En este sentido, la definición de capital social para efectos del ROPA debe respetar el sentido y la naturaleza de una regulación sobre OPA, los cuales son regular el mercado de control societario. Así, resulta justificable que el concepto de capital social en el ROPA sea uno vinculado al poder decisorio, es decir, se asimile capital social con capital social con derecho a voto. Por tanto, se define al capital social como aquel representado por acciones con derecho a voto. Ése es el concepto especial de capital social del ROPA -el cual excluye a las acciones sin derecho a voto-. Cualquier excepción o limitación a la aplicación de la definición establecida en el literal d) del artículo 2 debe ser clara, precisa y excepcional. Adicionalmente, debe guardar coherencia con los objetivos y fundamentos de la regulación sobre OPA.

El derecho al voto, por tanto, se configura como uno de los principales derechos políticos -sino el principal-, en la medida que permite al accionista participar en el gobierno de la sociedad y, en caso se cuente con las mayorías requeridas, ejercer el control y dirigir los asuntos sociales. Al respecto, señala García de Enterría que "(...) el control societario, como elemento que lleva consigo la facultad de administración de la empresa y, con ello, la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, se convierte de este modo en un 'bien' susceptible de ser adquirido y transmitido, en virtud fundamentalmente del presupuesto de la libre transmisibilidad de las acciones que ontológicamente caracteriza a las

sociedades bursátiles y de la correlativa posibilidad de cualquier persona de formar un paquete de control mediante la simple reunión o agregación de las acciones que anteriormente estaban dispersas"<sup>(5)</sup>.

Son entonces las acciones que tienen derecho a voto las que permiten a su titular ser un potencial partícipe de un mercado de control empresarial. El mismo razonamiento se aplica a aquellos derechos que darán lugar necesariamente a la emisión de acciones con derecho a voto y que también se encuentran recogidos en la definición de capital social del artículo 2 del ROPA.

Es por todo lo antedicho que **el capital social del literal d) del artículo 2 del ROPA está conformado por todas las acciones con derecho a voto representativas del capital particular de una sociedad** objeto de adquisición o incremento de participación significativa.

### 1.3 Implicancias en el ROPA de la suspensión del derecho a voto y diferencia con las acciones sin derecho a voto.

1.3.1. Nuestra legislación societaria establece algunos supuestos en los cuales el derecho a voto queda suspendido ante determinadas situaciones, sin quedar eliminado y sin cuestionar su naturaleza de acciones con derecho a voto -por el contrario, la suspensión del derecho a voto no hace más que confirmar su calidad de acciones con derecho a voto-.

Así, la LGS contempla la suspensión del derecho a voto en supuestos tales como el de accionistas morosos de dividendo pasivo<sup>(6)</sup> (artículo 79 de la LGS), el de adquisición de acciones de propia emisión<sup>(7)</sup> (artículo 104 de la LGS), el de control indirecto de acciones<sup>(8)</sup>

(5) GARCIA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAs*. Madrid: Civitas, 1999. p. 25.

(6) El accionista que no cumple con cubrir la parte no pagada de las acciones suscritas en la forma y plazo pactados, incurre en mora automáticamente, convirtiéndose en socio moroso. Ello trae como consecuencia que éste no pueda ejercer el derecho de voto correspondiente a las acciones impagas cuyo dividendo pasivo ha caído en mora. Dicho derecho quedará suspendido hasta que el socio cumpla con pagar la parte impaga del dividendo pasivo.

(7) Cuando una sociedad adquiere acciones que ella misma emitió, el derecho a voto de dichas acciones queda suspendido, al igual que todos sus derechos políticos. La racionalidad de esta norma radica en que, al haber adquirido acciones de sí misma, la sociedad tendría que votar en sus propias juntas generales de accionistas, votación que reflejaría los intereses del grupo dominante, ya que éste formaría la voluntad de la sociedad para ese efecto. El derecho a voto se recuperará en caso la sociedad devuelva al mercado dichas acciones mediante su transferencia.

(8) Este se refiere, entre otros casos, a las sociedades subsidiarias. En ese supuesto, las acciones de propiedad de una sociedad sobre la cual existe control por la sociedad emisora de tales acciones -es decir, que se encuentre controlada por esta última, según el tenor del artículo 105 de la LGS- no dan a su titular derecho de voto ni se computan para el quórum. Es decir, la subsidiaria accionista de la matriz no vota en la junta general de accionistas de la matriz, al quedar suspendido el voto de esas acciones. La idea es la misma que en el caso anterior: que la matriz, indirectamente -por medio de su subsidiaria- no vote en sus propias juntas generales de accionistas, votación que reflejaría los intereses del grupo dominante.

A estos efectos, la LGS define como sociedad controlada a aquella en que a la sociedad emisora corresponda, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros que conforman el directorio.

(Artículo 105 LGS) y el de interés en conflicto con el de la sociedad<sup>(9)</sup> (artículo 133 de la LGS).

1.3.2. Siguiendo a Uría<sup>(10)</sup>, las acciones sin derecho a voto rompen con el esquema de la sociedad anónima, tradicionalmente entendida como la sociedad de capitales regida democráticamente por la voluntad de la mayoría de los socios sobre la base de la igualdad de derechos.

En este sentido, el artículo 94, en concordancia con el artículo 96 de nuestra LGS, trae como consecuencia que deje de existir una correspondencia entre capital y voto, toda vez que altos porcentajes del capital social pueden estar representados en acciones sin voto, emitidas con la finalidad de financiar a la sociedad, sin asumir créditos contra ésta ni alterar las relaciones de poder en su interior.

Estas acciones confieren a su titular, además de la mayoría de derechos que comparte con las acciones comunes, derechos patrimoniales especiales a cambio de la pérdida del derecho de voto, a saber, el de percibir el dividendo preferencial que señale el estatuto y el de participar, prioritariamente, en el reparto del patrimonio neto remanente cuando la sociedad se liquide.

En conclusión, podemos afirmar que estas acciones nacen sin derecho a voto, como consecuencia de la decisión de los socios -ya sea en el pacto social o mediante acuerdo de junta general de accionistas- y en función de intereses específicos de la sociedad, que crea una clase de acciones que carecen del principal de los derechos políticos pero que, a cambio, ofrecen beneficios patrimoniales adicionales a los que presentan las acciones comunes con derecho a voto.

1.3.3. Por el contrario, cuando hablamos de acciones cuyo derecho a voto se encuentra suspendido, nos estamos refiriendo a acciones con derecho a voto, pero en las que tal derecho se ha visto limitado temporalmente por la ocurrencia de alguna de las causales mencionadas anteriormente, cada cual con su propia racionalidad. Asimismo, las acciones con derecho a voto suspendido no otorgan legalmente a su titular ningún tipo de derecho excepcional, sino que, como

---

Son las acciones sin derecho a voto las que se encuentran excluidas del concepto de capital social prescrito en el artículo 2 del ROPA, pues no ostentan el derecho a voto inherente a las acciones que fueron emitidas de manera común

---

parece obvio, se les resta una importantísima función: el poder votar en junta.

Por lo expuesto, las acciones con derecho a voto conservan en todo momento cada uno de los derechos políticos y económicos que le son inherentes, aun cuando algunos de tales derechos puedan encontrarse limitados en su ejercicio en razón de alguna de las causales previstas en la LGS. Esta situación se diferencia de las acciones que nacen sin voto, las cuales son emitidas principalmente con el objeto de brindar financiamiento sin alterar las relaciones de poder, a cambio de los derechos especiales citados precedentemente.

1.3.4. **Son las acciones sin derecho a voto las que se encuentran excluidas del concepto de capital social prescrito en el artículo 2 del ROPA**, pues no ostentan el derecho a voto inherente a las acciones que fueron emitidas de manera común. Como hemos mencionado anteriormente, el derecho a voto resulta un factor esencial en un mercado de control societario, que es el marco en el cual se llevan a cabo las OPAs.

En función de lo expuesto, podemos concluir que **las acciones cuyo voto se encuentra suspendido no pierden por tal circunstancia su condición de acciones representativas del capital social con derecho a voto**. Por tal razón, están incluidas dentro de la definición de capital social prevista en el literal d) del artículo 2 del ROPA.

Como resulta obvio, cuando la sociedad emisora pierda el control de la sociedad con accionariado en ella -ya sea por venta de acciones o por la falta de injerencia al momento de nombrar a los directores- o cuando la subsidiaria transfiera a un tercero no subsidiaria las acciones de su propiedad emitidas por su matriz, la suspensión del derecho a voto quedará sin efecto.

(9) Cuando el socio tenga intereses encontrados con la sociedad que impliquen que cualquier decisión de la junta general de accionistas que favorezca los intereses del socio, perjudique al mismo tiempo los de la sociedad, el derecho a voto de sus acciones quedará suspendido sólo en los casos en que la junta los ventile. Cuando tal situación no se dé, el derecho a voto permanecerá aún vigente.

(10) URÍA, Rodrigo. Op. cit.: p. 267.

#### 1.4 El cómputo de la participación significativa (artículo 5 del ROPA).

1.4.1. El artículo 5 del ROPA señala que: “(s)e considera participación significativa para efectos del presente Reglamento toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del **Capital Social** de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su Capital Social inscritas en una bolsa de valores (...)” (el resaltado es nuestro).

En concordancia con lo mencionado en los acápites precedentes, el vocablo “capital social” sirve para designar al capital representado por acciones con derecho a voto, mas no por las acciones sin voto. En este sentido, es preciso que, para el cómputo del 25 por ciento que lleve a un accionista a adquirir participación significativa, se tome en cuenta que el universo de acciones al que se aplicará dicho porcentaje es aquel representado por el conjunto de acciones que fueron emitidas con derecho a voto ya que las únicas excluidas para efectos de este análisis son las acciones sin voto. El mismo razonamiento se aplica tratándose ya no de la adquisición de participación significativa sino del incremento de ésta, de acuerdo con los umbrales establecidos en el artículo 6 del ROPA<sup>(11)</sup>. Si el ROPA hubiera establecido excepciones generales adicionales al concepto de capital, hubiera sido lógico que éstas se hubieran previsto en la definición del literal d) del artículo 2. Dado que dicha definición, que se efectúa para efectos de la aplicación de todo el ROPA, no excluye a las acciones cuyo derecho a voto se encuentra suspendido por cualquier causa, podremos afirmar que éstas siguen formando parte del capital social, para los efectos de la normativa sobre OPAs.

De este modo, si existiera algún caso específico en el cual dichas acciones no se deben computar como parte del capital social para efectos de determinar la participación significativa -en función de algún interés que el ROPA considere tutelable-, el referido supuesto debería estar expresamente contemplado en la norma y su aplicación tendría que ser excepcional.

Tal como señaláramos anteriormente, el artículo 105<sup>(12)</sup> de la LGS, referido a las acciones emitidas por una sociedad dominante cuyas acciones son adquiridas por sus subsidiarias, representa un supuesto de suspensión del derecho de voto, mas no la conversión de una acción común -la misma que tiene inherente el derecho a voto- en una acción sin voto.

Por lo tanto, si tomamos en cuenta que la suspensión del derecho a voto de una acción con derecho a voto no cuestiona su naturaleza jurídica, podemos afirmar que, aunque en estas acciones se encuentre suspendido el derecho a voto, deben entrar a formar parte del cómputo total a fin de determinar si se alcanza o se incrementa la participación significativa de acuerdo con lo previsto en el artículo 5 del ROPA, toda vez que la intención del artículo 2 de dicha norma ha sido excluir de su universo sólo a las acciones sin derecho a voto, las que por su propia naturaleza son irrelevantes para efectos de ejercer un control sobre la administración y junta de la sociedad.

1.4.2. En el supuesto negado por nosotros, de que se pretenda sostener una interpretación mediante la cual las acciones cuyo voto se encuentra suspendido no forman parte de la base de cálculo para determinar el capital social sobre el que se mediría la adquisición o incremento de participación significativa, se podrían generar serias distorsiones en la aplicación de las normas sobre OPA. A continuación, dos ejemplos:

(11) “Artículo 6.- La obligación a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:

- a) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al veinticinco por ciento del capital social del emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el numero de valores que se pretende adquirir, pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor;
- b) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al cincuenta por ciento del capital social del emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el numero de valores que se pretende adquirir, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del Capital Social del Emisor;
- c) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al sesenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse por la cantidad de valores que se pretende alcanzar pero en ningún caso por menos del diez por ciento del capital social. Esta regla prevalece respecto de las anteriores.

La forma de cómputo y los valores que se consideran para determinar la participación significativa y los incrementos a que se refiere este artículo son los que establecen los Artículos 4 y 5 del Reglamento”.

(12) “Artículo 105. Control Indirecto de Acciones.- Las acciones de propiedad de una sociedad emisora de tales acciones no dan a su titular derecho de voto ni se computan para formar quórum. Se entiende por sociedad controladora aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a la sociedad emisora de las acciones”.

a) Puede ocurrir que el Grupo “A” ingrese a la sociedad “X”, que cotiza sus acciones en bolsa, comprando el 22 por ciento de acciones con derecho a voto, para lo cual no habría sido necesario lanzar una OPA. Empero, dos meses después de dicha adquisición, uno de los socios deudores del dividendo pasivo deviene en moroso, con lo cual el derecho a voto queda suspendido respecto de las acciones que han incurrido en mora, las mismas que representan el 15 por ciento sobre el capital con derecho a voto. Cabría preguntarnos qué ocurrió en este caso, pues, al parecer, si se efectúa un “recálculo” descontando las acciones cuyo derecho a voto ha sido suspendido, “A” poseería ahora, aproximadamente, el 25.88 por ciento de las acciones con derecho a voto, con lo cual pasaría a tener una participación significativa como consecuencia de un hecho que no podía prever y que no dependió de él. Ante una situación como esta ¿sería posible reclamar el lanzamiento de una OPA? ¿Habría que vender las acciones necesarias para no llegar al 25 por ciento? ¿Qué ocurriría si después de dos semanas el moroso paga la deuda del dividendo pasivo? Obviamente, el ROPA no responde a estas interrogantes, pues éstas sólo pueden surgir, partiendo de una interpretación antojadiza y descuidada de la normativa materia de comentario.

b) La empresa “G”, accionista de “H” con el 18 por ciento de las acciones con derecho a voto, tiene un interés en conflicto con esta última, pues desea que la junta general de accionistas apruebe un plan según el cual la mitad de la cartera de clientes de “H” sería manejada por “G”, empresa que pertenece a un grupo empresarial muy grande que se ha desarrollado en el mismo rubro de “H” y que le ha ganado ya buena parte del mercado. Al existir dicho conflicto, el derecho a voto de “G” queda suspendido en las juntas en que se vaya a ventilar los temas de su interés, sin embargo, puede intervenir en los asuntos en que su interés no perjudique a la sociedad. Por su lado, “Y” acaba de comprar el 24 por ciento de las acciones con derecho a voto. Este caso parece más grave que el anterior, pues ahora el “recálculo” de las acciones, partiendo del supuesto de no computar las acciones con derecho a voto suspendido, va a ser con una periodicidad mucho más corta e inclusive podría darse el caso que en una misma junta general de accionistas se tomen diversos acuerdos, en la mitad de los cuales no puede intervenir “G” por tener conflicto de intereses y discutir precisamente esos temas. Esto traería como consecuencia que las veces que “G” no pueda votar en junta, “Y” aumentaría su proporción accionaria con derecho a voto a, aproximadamente, 29.27 por ciento,

pero minutos después, cuando se inicie la discusión sobre la toma de un acuerdo en el que no existe conflicto, sus acciones representarían sólo el 24 por ciento, sin siquiera alcanzar la participación significativa. Y, así, en sucesivas ocasiones. Nada más absurdo.

Estos ejemplos confirman que la aplicación del ROPA sería impredecible si se excluye del concepto de capital social las acciones con derecho a voto suspendido para efectos del cálculo de la adquisición o del incremento de participación significativa. Asimismo, se generarían una serie de consecuencias para los accionistas de la sociedad como resultado de actos o situaciones ajenas a su control o a su conocimiento.

Una posición como la descrita en el párrafo anterior no resiste mayor análisis. Si bien puede tener como trasfondo el intentar que el concepto de participación significativa sea más real, excluyendo las acciones con derecho a voto suspendido de su cálculo, lo cierto es que la materialización de tal posición no haría más que destrozarse las piedras angulares sobre las cuales reposa toda la regulación sobre OPA, a saber: transparencia y predictibilidad.

### **1.5 El cómputo de la participación significativa (artículo 5 del ROPA) y adquisiciones indirectas, involuntarias y resultantes de una oferta pública de venta (artículo 31 del ROPA).**

1.5.1. Debemos indicar que, de conformidad con el artículo 5 del ROPA, en el cómputo de la participación significativa se incluye la propiedad, directa o indirecta que corresponde a las personas que forman parte o controlan el grupo económico al que pertenece el titular de la participación. Asimismo, se incluyen los casos del artículo 31 del ROPA aun cuando no conlleven la obligación de efectuar una OPA.

Dichos agregados, a efectos de determinar la participación significativa, responden al propósito del ROPA de tratar de calcular una participación significativa real por parte del adquirente, es decir, de establecer cuándo un accionista alcanzará o incrementará efectiva y realmente su grado de control en la sociedad, más allá del número de acciones de las que formalmente pueda ser titular. En este sentido, se incluye dentro del cálculo a los casos de propiedad indirecta, grupo económico y actuación concertada.

1.5.2. Asimismo, el artículo 5 del ROPA establece que para efectos del cómputo de la participación significativa, también deben considerarse los casos

contemplados en el artículo 31 de la norma. El referido artículo 31 regula los siguientes supuestos excepcionales:

a) Adquisiciones indirectas (literal a)), en las que se produce la adquisición o incremento de participaciones significativas como consecuencia de actos de reorganización societaria o adquisiciones indirectas.

b) Adquisiciones resultantes de una oferta pública de venta (OPV) (literal b)), en las que se produce la adquisición o incremento de una participación significativa como consecuencia de la aceptación de una OPV pública o privada.

c) Adquisiciones involuntarias (literal c)), en las que se produce la adquisición o incremento de una participación significativa como consecuencia de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad emisora o por su subsidiaria.

1.5.3. Los supuestos regulados en los literales a) y b) del artículo 31 del ROPA no suponen variación alguna del concepto de capital social a que alude el literal d) del artículo 2 del ROPA, comentado en este artículo y que incluye a todas las acciones con derecho a voto (con voto suspendido o no). Estos supuestos se encuentran inmersos dentro del supuesto de hecho general del ROPA, a saber: voluntariedad en la adquisición o en el incremento de participación significativa.

1.5.4. En el caso del literal c) del artículo 31 nos encontramos frente a una norma de excepción que desarrolla su propio concepto de capital como base de medición de la participación significativa, pero cuya aplicación responde a un supuesto muy especial que desarrollaremos en el punto 2 siguiente.

En efecto, dicho literal c) está referido, como su título lo indica, a adquisiciones o incrementos involuntarios de participación significativa. Es ese supuesto de hecho distinto, el que justifica un concepto de capital particular, como comentaremos en el punto 2 a continuación, el cual excluye las acciones cuyo

derecho de voto se encuentran suspendidas en virtud de los artículos 104 y 105 de la LGS.

1.5.5. Por ende, la referencia efectuada en el artículo 5 del ROPA al artículo 31 de la misma norma, sólo pretende aclarar la existencia de casos particulares a tomar en cuenta para la aplicación de la regulación sobre OPAs. En modo alguno, tal mención pretende alterar el supuesto de hecho general -voluntariedad de la adquisición o incremento de participación significativa- sobre la base del cual se ha definido el capital social.

En síntesis, y por todo lo antedicho, en el caso del supuesto de hecho general del ROPA, su concepto de capital social incluye a todas las acciones con derecho a voto, incluyendo a aquellas cuyo voto está suspendido, para efectos del cálculo de la adquisición o incremento de participación significativa. Excepción a ese concepto de capital lo constituye lo normado por el literal c) del artículo 31 del ROPA que, bajo un supuesto distinto -involuntariedad de adquisición o incremento de participación significativa-, tiene una aplicación muy restringida y particular como explicaremos en líneas siguientes.

## **2 Adquisiciones involuntarias, adquisiciones sucesivas y exclusión del capital social de las acciones cuyo derecho de voto se encuentre suspendido en virtud de los artículos 104 y 105 de la LGS.**

### **2.1 Planteamiento del problema.**

2.1.1. Consideramos que resulta fundamental analizar el supuesto del literal c) del artículo 31 del ROPA<sup>(13)</sup>, según modificación introducida por Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10, publicada el 9 de diciembre del 2000, en la medida que esta norma regula las consecuencias que se derivan una vez que se verifica el supuesto de suspensión de derecho a voto previsto tanto en el artículo 104 (adquisición de

(13) "Artículo 31.- (...) c) Adquisiciones Involuntarias.- Cuando se alcance o incremente la participación significativa en cualquiera de los porcentajes señalados en el artículo 6 del Reglamento, como consecuencia de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o su subsidiaria, el adquirente deberá vender mediante una OPV incondicional el exceso sobre su participación significativa a que se refiere los incisos a), b) o c) del referido artículo 6, el que resulte aplicable, o efectuar una OPA dentro de los 3 meses siguientes a la adquisición, prorrogables por 3 meses más a solicitud fundamentada del obligado, por el número de valores adquiridos involuntariamente pero en ningún caso por menos del mínimo que resulte de la aplicación de los incisos a), b) o c) del art. 6 del Reglamento, el que corresponda.

En tales casos, la contraprestación que se ofrezca en la OPA deberá ser equivalente al precio que se hubiere pagado a fin de alcanzar o incrementar la respectiva participación significativa, pero en ningún caso menor al establecido en el artículo 37. Si se optara por la venta, el obligado deberá vender mediante OPV las acciones que exceden a la participación significativa alcanzada.

acciones de propia emisión) como en el artículo 105 de la LGS (adquisición de acciones de la sociedad emisora por parte de su subsidiaria).

A fin de determinar si el citado literal c) del artículo 31 del ROPA se aplica al caso de **adquisiciones sucesivas que realiza un accionista** cuando, a su vez, ha habido una adquisición de acciones de propia emisión por el emisor o su subsidiaria, debemos analizar el sentido y la razonabilidad de la norma, así como su verdadero supuesto de hecho y ámbito de aplicación.

## 2.2 Sentido y racionalidad del literal c) del artículo 31 del ROPA.

2.2.1. Antes de la dación de la Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10 -publicada el 9 de diciembre del 2000- el ROPA no contemplaba el supuesto ahora previsto en el literal c) de su artículo 31. Ciertamente, el concepto de “adquisiciones involuntarias” derivadas de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o su subsidiaria, no se encontraba normado en la versión original del ROPA -aprobado por Resolución CONASEV No. 630-97-EF/94.10-.

En tal sentido, de acuerdo con la primera versión del ROPA, sólo se encontraban obligados a efectuar una OPA aquellos que estuvieran comprendidos en el supuesto general de su artículo 4<sup>14)</sup> y en el regulado en el artículo 32, referido a adquisición indirecta, fusiones y escisiones. La exposición de motivos de este último artículo señalaba que “(e)sta disposición pretende excluir de la obligación de realizar una OPA en los casos en que involuntariamente se haya adquirido o

incrementado la participación significativa, de modo tal que la obligación no constituya una traba para los procesos de reorganización societaria”.

Como se puede apreciar, la regulación en materia de OPAs hasta antes de la entrada en vigencia de la Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10 sólo contemplaba como supuestos para la realización de una OPA a aquellos en los cuales se pudiera advertir la pretensión de adquirir acciones de manera voluntaria, ya sea directa o indirectamente.

2.2.2. Sin embargo, la Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10, introduce un nuevo supuesto que da lugar a la obligación de efectuar una OPA. Este supuesto, contenido en el literal c) del “nuevo” artículo 31, dispone la obligación de efectuar una OPV o una OPA en aquellos casos en los cuales se alcance o incremente la participación significativa como consecuencia de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o su subsidiaria.

Al respecto, conviene preguntarse por qué la norma estableció un supuesto específico para lo que denominó “adquisiciones involuntarias” y cuál es la lógica de tal supuesto en el marco de la regulación sobre OPAs en el país.

2.2.3. Sobre el particular, consideramos que dicha norma tiene un objetivo claro que la diferencia de aquellos supuestos que tienen como premisa la adquisición voluntaria -ya sea directa o indirecta- de acciones. Así, estimamos que **el literal c) del artículo 31 del ROPA fue creado con el fin de impedir que accionistas que detentan el control de la sociedad**

CONASEV podrá determinar que dicha OPV se efectúe mediante una subasta pública la que podrá llevarse a cabo en un mecanismo centralizado. En el supuesto que la OPV se efectúe a través de una subasta, ésta deberá tener como precio base el establecido en el artículo 37 o el que hubiere pagado, el que resulte menor.

Si la OPV se efectúa a través de otra modalidad distinta a la subasta, la contraprestación que se ofrezca en la OPV deberá ser equivalente al precio que se hubiere pagado a fin de alcanzar o incrementar la respectiva participación significativa, o, a la establecida en el artículo 37, la que resulte mayor. En tanto no se realice la OPA u OPV se suspenderán los derechos de voto correspondientes a las acciones que exceden la participación significativa alcanzada.

No será exigible la formulación de la OPA y OPV mencionadas precedentemente en los casos en que la participación significativa alcanzada o incrementada sea resultado de la adquisición normada en los incisos b) y d) del artículo 104 de la Ley de Sociedades.

La obligación de formular la OPA u OPV, según corresponda recae sobre el accionista que hubiese alcanzado o incrementado su participación significativa.

En caso de obtener una ganancia como resultado de la realización de la OPV a que se refieren los incisos a) y c) del presente artículo, dicha ganancia deberá ser devuelta a los accionistas que le transfirieron los valores.

Asimismo, en el caso en que se efectúe la OPV de que tratan tales incisos, no podrán participar en la misma las personas vinculadas al oferente”.

(14) “Artículo 4.- Está obligado a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que pretende adquirir a título oneroso, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, acciones con derecho a voto, Obligaciones Convertibles en Acciones, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones representativas del capital social con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el Emisor en los casos que señala el Artículo 6 del Reglamento (...)”.

pretendan alcanzar participación significativa o incrementar el porcentaje que ya poseen en la emisora, mediante una adquisición de acciones de propia emisión o por la compra que pudiera efectuar una de sus subsidiarias.

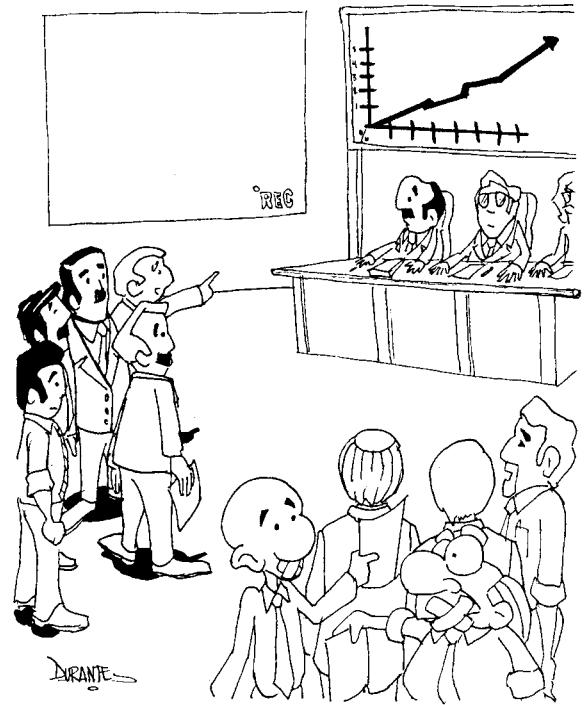
Esto obedece al hecho de que, en la práctica, son los accionistas controladores los que generalmente -a través de los administradores que han nombrado o de la propia junta que controlan- adoptan los acuerdos de adquisición de acciones de propia emisión o la de adquisición de acciones por una subsidiaria. Por tal razón, sería muy sencillo que producto de dichos acuerdos los accionistas controladores o mayoritarios adquieran o incrementen su participación significativa, sin necesidad de formular una OPA.

Así por ejemplo, supongamos que el grupo de control de una sociedad tenga el 40 por ciento de las acciones con derecho a voto de una sociedad y adopta un acuerdo de adquisición de acciones de propia emisión de dicha sociedad, con la finalidad de “recalcular” su participación y adquirir por ejemplo, el 51 por ciento de participación -que fortalecería su posición de control en la sociedad-, alegando que el incremento de la participación significativa se produjo de manera involuntaria. Creemos que una norma como la contenida en el literal c) del artículo 31 busca impedir que un grupo controlador evada la obligación de hacer la OPA al adquirir o incrementar participación significativa, cuando es claro que dicho grupo controlador es quien toma la decisión de, por ejemplo, adquirir acciones de propia emisión.

No sería congruente con el objetivo que se busca alcanzar que esta norma estuviera concebida para “sancionar” a los accionistas que nada tienen que ver con el acuerdo de adquisición de acciones de propia emisión o de compra de acciones por parte de una subsidiaria y que sin necesidad de efectuar adquisición alguna se tenga que efectuar una OPA.

El verdadero sentido de la norma en cuestión es, por tanto, **impedir que los grupos controladores de la sociedad emisora utilicen los casos de adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad emisora o por sus subsidiarias -en los cuales no existe una adquisición voluntaria de acciones por parte de ningún accionista- para obtener un beneficio indebido consistente en la obtención o el incremento de participación significativa, con el fin de controlar el quórum o la mayoría.**

Corresponde a continuación determinar en qué supuesto específico se debe aplicar el literal c) del artículo 31 del ROPA.



### 2.3 Supuesto de hecho y ámbito de aplicación del literal c) del artículo 31 del ROPA.

2.3.1. El literal c) del artículo 31 del ROPA hace referencia a dos supuestos, el de adquisición o el de incremento de la participación significativa en una sociedad, concretamente como consecuencia de cualquiera de dos causales: la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o por su subsidiaria. Es así como tenemos cuatro posibles escenarios:

a) Adquisición de participación significativa producto de la adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad.

b) Incremento de la participación significativa producto de la adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad.

c) Adquisición de participación significativa producto de la adquisición de acciones por la subsidiaria del emisor.

d) Incremento de la participación significativa producto de la adquisición de acciones por la subsidiaria del emisor.

Es de advertir que **estos cuatro supuestos hacen referencia a situaciones en las que no se adquieren acciones ni de manera voluntaria ni de manera involuntaria sino que lo que se adquiere o**

**incrementa, de manera involuntaria, es la participación significativa, producto de un hecho de un tercero ajeno al accionista que adquiere o incrementa su participación significativa.** Ningún supuesto asume que ha habido una adquisición o adquisiciones sucesivas por parte de un accionista, sino únicamente que se ha producido un incremento en su participación en el capital social de la empresa como consecuencia de un acto del emisor o su subsidiaria.

2.3.2. En efecto, el presupuesto básico para aplicar la norma bajo análisis consiste en que se haya producido una adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o de su subsidiaria. Una vez verificado este hecho, se deberá realizar un recálculo de la participación de los accionistas de la sociedad con el sólo propósito de establecer si, como consecuencia de la adquisición referida, alguno ha alcanzado o incrementado participación significativa, en cuyo caso se aplicarán las consecuencias establecidas en la norma (realización de una OPV o una OPA).

En este orden de ideas, el supuesto de hecho de la norma no se configuraría si es que la adquisición de la participación significativa o su incremento no fuera producto de un acto de un tercero ajeno al accionista o, lo que es lo mismo, **dicho supuesto de hecho sólo se verifica cuando la adquisición de la participación significativa o su incremento es producto de un acto de tercero consistente en la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o por su subsidiaria.**

Se puede apreciar que el caso regulado en el literal c) del artículo 31 es el único en el ROPA en el que no se exige que la persona que alcanza o incrementa su participación significativa haya realizado adquisición voluntaria de acciones alguna, ya sea de forma directa o indirecta. Por el contrario, en el supuesto que analizamos sólo se verificará un acto en el cual no ha participado el accionista que ha alcanzado o incrementado participación significativa: un acto realizado por la sociedad o por una subsidiaria de ésta.

Una adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad (artículo 104 de la LGS) o de su subsidiaria (artículo 105 de la LGS) da lugar a la suspensión del derecho a voto correspondiente a las acciones adquiridas y por consiguiente puede favorecer a los accionistas que tienen mayor participación en el capital social (por ejemplo, logrando *quorums* o mayorías calificadas). Así, si se excluyen a las acciones cuyo voto se encuentra suspendido, los accionistas controladores podrían ver incrementado su poder en la

junta general de accionistas de una forma que el ordenamiento no considera adecuada. Por tal motivo, el literal c) del artículo 31 del ROPA busca corregir esta situación anómala obligando a realizar una OPV o una OPA al accionista que haya alcanzado o incrementado participación significativa, a efectos de que las relaciones de poder en la sociedad se mantengan, en la medida de lo posible, en las mismas proporciones que antes de la adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o su subsidiaria.

En tal sentido, es justificado que en este supuesto específico, la determinación de participación significativa se efectúe excluyendo a las acciones cuyo voto se encuentra suspendido, es decir, empleando un concepto de capital social -un universo de cálculo- distinto al que se aplica en el caso de adquisiciones voluntarias que podrían dar lugar a la obligación de efectuar una OPA -supuesto de hecho general de la norma-.

2.3.3. Tomando en cuenta lo anterior, queda claro que, en el supuesto del literal c) del artículo 31 del ROPA, **el “recálculo” que se efectúa sobre el capital, con la finalidad de optar por hacer una OPA o una OPV, se produce sólo cuando se verifica el supuesto de hecho de la norma y no cuando un accionista adquiere o incrementa su participación significativa producto de una adquisición voluntaria de acciones (aun cuando existan acciones en cartera o de propiedad de una subsidiaria de la emisora).**

Se puede afirmar, entonces, que esta norma está prevista **únicamente** para el supuesto en que, producto de una adquisición de acciones de propia emisión o producto de una adquisición de acciones por parte de la subsidiaria del emisor, un accionista adquiera el 25 por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto o, de ser el caso, supere cualquiera de los umbrales a los que hace referencia el artículo 6 del ROPA, sobre la base de un capital recalculado.

Nótese que **la obligación de realizar una OPA o una OPV contenida en el literal c) del artículo 31 constituye un supuesto distinto a la obligación de efectuar una OPA conforme a lo dispuesto por la regla general del artículo 4 del ROPA. Ciertamente, la regla general respecto a la obligatoriedad de formular una OPA supone la pretensión de adquirir acciones -directa o indirectamente-**, mientras que el supuesto del literal c) del artículo 31 está referido al cálculo que se debe realizar en aquellos casos en los que la adquisición no es realizada por el accionista que adquiere o incrementa la participación significativa sino por un tercero -la sociedad o su subsidiaria-.

Como lo comentamos, lo mencionado en el párrafo anterior es concordante con la regla general que se establece en el artículo 68 de la LMV, según la cual la obligación de efectuar una OPA nace cuando una persona natural o jurídica **pretende** adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa. Como lo dijimos anteriormente, en este supuesto está presente el elemento volitivo, dado que exige que se “pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad (...)”.

2.3.4. En función de lo expuesto, si un accionista fuera propietario del 15 por ciento de las acciones con derecho a voto de una sociedad determinada y producto de una adquisición de acciones de propia emisión, se efectúa un “recálculo” del total de acciones con derecho a voto a contabilizar, en virtud del cual dicho accionista tendría el 18 por ciento de las acciones con derecho a voto, el literal c) del artículo 31 del ROPA no podría aplicarse.

Para ser de aplicación este artículo, en el mismo caso en que el accionista tuviera un 15 por ciento inicial de las acciones con derecho a voto, el accionista debería incrementar su participación hasta el 25 por ciento o más, producto del “recálculo” efectuado en función de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o por su subsidiaria.

De esto se infiere que el **“recálculo” se debe producir toda vez que, o bien nos encontremos en un supuesto de adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o de adquisición de acciones por su subsidiaria, con la finalidad de analizar si producto de dicha adquisición el accionista adquiere o no participación significativa. Si el accionista no adquiere ni incrementa su participación significativa, no surge la obligación de efectuar una OPA o una OPV. En cambio, si el accionista efectivamente adquiere o incrementa su participación significativa, surge inmediatamente la obligación de escoger entre realizar una OPA o una OPV en las condiciones previstas en la norma en mención.**

2.3.5. En nuestra opinión, no podría afirmarse que el “recálculo” al que hace referencia el literal c) del artículo 31 del ROPA en mención se mantiene vigente desde el momento en que se produce un supuesto de adquisición de acciones de propia emisión por parte de

la sociedad o de adquisición de acciones por parte de la sucursal y para siempre, utilizando el porcentaje recalculado como nuevo porcentaje de participación que deberá tomarse en cuenta para subsiguientes adquisiciones voluntarias con la finalidad de verificar la obligación de efectuar una OPA. Ello en la medida que dicho recálculo se realiza únicamente con la finalidad de “recomponer” la estructura de participación y control de la sociedad que se habría trastocado cuando uno o varios accionistas alcanzaron o incrementaron su participación significativa de una manera no deseada por la norma -supuestos de los artículos 104 y 105 de la LGS-.

Por ende, creemos que el “recálculo” al que hace referencia la norma se debe realizar **únicamente** en aquellos supuestos en que se produce (i) una adquisición de acciones de propia emisión, o (ii) una adquisición de acciones por parte de la subsidiaria, y sólo para efectos de determinar si algún accionista ha alcanzado o incrementado participación significativa.

Es por ello que consideramos que **cuando un accionista, producto de una adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad, no adquiere participación significativa, luego podrá realizar adquisiciones voluntarias tomando como porcentaje de participación ya no el porcentaje recalculado en función del supuesto de hecho del literal c) del artículo 31 del ROPA, sino en función del porcentaje anterior al “recálculo”,** es decir, considerando como universo el capital social definido por el literal d) del artículo 2 del ROPA y siguiendo las pautas del artículo 5 de dicha norma.

Creemos que una interpretación distinta nos conduciría a la necesidad de ir recalculando siempre el porcentaje de participación de todos los accionistas, día a día y mantener siempre, por tanto, un doble cálculo.

La interpretación correcta, entonces, debe conducir a que **la determinación de la participación significativa en el caso de adquisiciones voluntarias se efectúe tomando en cuenta el concepto de capital previsto en el literal d) del artículo 2 del ROPA y siguiendo las pautas del artículo 5 de dicha norma. Sólo en el caso que nos encontremos ante un supuesto de adquisición o incremento involuntario de participación significativa, por medio de la adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad (artículo 104 de la LGS) o por su subsidiaria (artículo 105 de la LGS), será de aplicación la fórmula del literal c) del artículo 31,** al tratarse de un supuesto distinto y especial.

2.3.6. De lo anterior, podemos concluir que si un accionista tiene el 15 por ciento de las acciones con derecho a voto y producto de la adquisición de acciones por parte de una subsidiaria de la emisora, dicho accionista considera que tiene ahora el 24 por ciento de participación -producido el "recálculo" del literal c) del artículo 31 del ROPA-, ello no significa que si un mes después adquiere el 1 por ciento de las acciones con derecho a voto de manera voluntaria, tendrá que hacer OPA. Ello en la medida que el 24 por ciento que se le "calculó" cuando se produjo la adquisición de acciones por la subsidiaria sirvió únicamente para determinar si en ese momento había alcanzado una participación significativa.

Una interpretación diferente, tal como ya lo señalamos, desnaturalizaría la norma, en tanto estaríamos asumiendo un supuesto de hecho distinto al de la norma, en el entendido de que el "recálculo" se deberá mantener siempre vigente. Asimismo, una interpretación como la mencionada reduciría la predictibilidad de las adquisiciones voluntarias de los accionistas en tanto éstos tendrían que verificar siempre y permanentemente si la sociedad ha adquirido acciones de propia emisión -o si las ha adquirido una subsidiaria- a fin de conocer cuál es su real porcentaje de participación en la empresa. A ello debemos sumar los problemas de información que para el efecto surgirían.

En efecto, si un inversionista que pretende adquirir acciones de una sociedad emisora -y que desea saber si su adquisición lo llevará a alcanzar participación significativa- tuviera que efectuar un cálculo excluyendo a las acciones cuyo derecho a voto se encuentra suspendido por haber sido adquiridas por la sociedad emisora o una subsidiaria, el grado de inseguridad y desconfianza sería inmensamente alto, dado que en este

supuesto, el ordenamiento no proveería al inversionista de información adecuada respecto a la composición accionaria de la empresa<sup>(15)</sup>.

Hay que tener en cuenta, además, que si esta norma hiciera referencia a un doble cálculo de participación, tendríamos que pensar que habría que escoger entre uno y otro para que uno sea oponible a terceros que van a adquirir las acciones de determinado accionista. Así, podría suceder que un tercero que busca adquirir el 20 por ciento del capital social, no sólo deba acudir al Registro Público a verificar el capital social inscrito, sino que además, tenga que revisar el doble cálculo que mantiene la sociedad, producto de la adquisición de acciones de propia emisión que acabara de efectuar.

No existe pues el grado de transparencia necesario para implementar un sistema de cómputo de participación significativa de esta naturaleza. El inversionista se vería expuesto a una gran incertidumbre, toda vez que no podría calcular cuál es el verdadero porcentaje de acciones con derecho a voto representativas del capital social que está realmente adquiriendo, ello en la medida que las deficiencias del ordenamiento legal originan que el mercado no refleje la información suficiente para saber a ciencia cierta cuál es el verdadero capital social del emisor.

La falta de información por parte del inversionista es manifiesta. Si el capital social sobre el que se computa la participación significativa, excluyera siempre las acciones cuyo voto se encuentra suspendido en virtud de los artículos 104 y 105 de la Ley General de Sociedades, haciendo de tal supuesto uno de aplicación general, el inversionista no tendría seguridad jurídica alguna.

2.3.7. A mayor abundamiento, se puede advertir que la adquisición voluntaria de acciones -ya sea directa

(15) Las normas legales vigentes garantizan cierto grado de transparencia al inversionista, el cual puede contar con información cierta y precisa respecto de lo siguiente:

- a) La adquisición de acciones de propia emisión siempre que constituya una transferencia que represente más del 5 por ciento de las acciones del capital social pagado.
- b) La totalidad de las empresas que son subsidiarias de la sociedad emisora, en la medida que dicho concepto se encuentra incluido dentro de la definición de Grupo Económico previsto por el artículo 5 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico.
- c) Cualquier operación de adquisición de acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad emisora, por parte de subsidiarias de ésta que tengan una participación de al menos 10 por ciento del capital social pagado.

d) La adquisición, por parte de las subsidiarias de la sociedad emisora, de acciones con derecho a voto emitidas por ésta y que representen cuando menos el 5 por ciento del capital social pagado.

No obstante lo anterior, el ordenamiento legal no puede garantizar que el inversionista se encontrará oportunamente informado respecto de lo siguiente:

- a) Adquisiciones de acciones de propia emisión que representen menos del 5 por ciento del capital social.
- b) Adquisiciones de acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad emisora, que representen menos del 5 por ciento del capital social pagado, por parte de una o más subsidiarias que en conjunto no tienen ni alcanzan en dicha operación una participación igual al 10 por ciento en el capital social de la sociedad emisora.
- c) Participaciones accionarias menores al 10 por ciento del capital social de la sociedad emisora que una o varias de sus subsidiarias de manera conjunta tengan en ésta -excepto cuando éstas han adquirido o adquieran acciones con derecho a voto que en conjunto representen más del 5 por ciento del capital social de la sociedad emisora-.

o indirecta- que da lugar a la obtención o incremento de participación significativa constituye el supuesto principal que da lugar a la obligación de efectuar OPA, tal como se desprende del artículo 4 del ROPA, de acuerdo con la modificación introducida por la Resolución CONASEV No. 088-2000-EF/94.10. Así, el propio artículo 4 deja claro que el supuesto del artículo 31 se trata de un caso especial.

“Artículo 4. Obligación de efectuar OPA.- Está obligada a efectuar una OPA **toda persona natural o jurídica que pretenda adquirir a título oneroso, directa o indirectamente**, en un solo acto o actos sucesivos, dentro de un período de doce meses, obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto, así como acciones con derecho a voto de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición le permita alcanzar o incrementar la participación significativa en el Emisor de tales acciones. **Asimismo, está obligada a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que se encuentre dentro de los supuestos contemplados en los artículos 31, 44a y segundo párrafo del artículo 45**” (el resaltado es nuestro).

Como se puede apreciar, la primera parte del artículo 4 asume como supuesto de hecho para la realización de una OPA a la adquisición voluntaria de acciones. Sin embargo, agrega que también se deberá efectuar una OPA, entre otros, en los supuestos del artículo 31. En este sentido, el literal c) del artículo 31 bajo análisis sólo puede entenderse como una norma especial, un supuesto distinto al que regula las adquisiciones que se realizan voluntariamente, ya sea directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos.

En conclusión, queda claro que **el literal c) del artículo 31 del ROPA es únicamente de aplicación cada vez que se produce una adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o una adquisición de acciones por su subsidiaria, y sólo para efectos de determinar si, producto de dichas adquisiciones, un accionista adquirió o incrementó participación significativa**. También es claro, entonces, que el literal c) del artículo 31 del ROPA se circunscribe al caso concreto de las personas que son accionistas al momento de la adquisición de acciones de propia emisión y no se aplica al caso de terceros inversionistas que recién se

van a convertir en accionistas del emisor, pues en dicho caso no habría “recálculo” alguno que efectuar.

2.3.8. Una vez establecido que el “recálculo” sólo se debe efectuar cuando nos encontremos ante un supuesto de adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o su subsidiaria, y que como consecuencia de dicho “recálculo” se determinará si algún accionista ha alcanzado o incrementado su participación significativa, corresponde determinar desde qué momento le será exigible al accionista “beneficiado” la obligación de formular una OPA o una OPV en los términos del literal c) del artículo 31 del ROPA.

Al respecto, debemos mencionar que, al no estar dentro de las posibilidades reales de un accionista el determinar con precisión cuándo se ha producido una adquisición de acciones de propia emisión o cuando una subsidiaria ha adquirido tales acciones, **debiera ser la propia sociedad emisora la que realice el “recálculo” y determine qué accionista o accionistas han alcanzado o aumentado su participación significativa, a efectos de comunicarles tal hecho a los accionistas involucrados y, por ende, informarles de la obligación de realizar la OPV o la OPA**, según corresponda.

Consideramos que **es la sociedad emisora, en tanto es la que ha originado directamente que se aplique lo previsto en el literal c) del artículo 31, la que está en mejor posición y cuenta con la información relevante para establecer cuáles son los accionistas que han incurrido en el supuesto de hecho de la norma y que estarían obligados a cumplir con su mandato**. Como se ha mencionado en el numeral 2.3.6 precedente, los accionistas de la sociedad no se encuentran informados acerca de la totalidad de operaciones de adquisición de acciones de propia emisión por la sociedad o sus subsidiarias, motivo por el cual no se les puede exigir que puedan determinar en qué momento habrían adquirido o incrementado su participación significativa.

Los accionistas no tienen acceso a la matrícula de acciones del emisor, más aun tratándose de sociedades listadas en bolsa y que se rigen por el sistema de anotaciones en cuenta administrado por una institución de compensación y liquidación de valores. Más aun, si tuvieran acceso a la matrícula de acciones no resultaría eficiente ni conveniente que tuvieran que verificar día a día si la sociedad ha modificado su estructura accionaria.

En este sentido, podemos concluir que a un accionista que se encuentre dentro del supuesto del

literal c) del artículo 31 del ROPA sólo se le podrá exigir el cumplimiento del mandato previsto en dicha norma cuando efectivamente tenga conocimiento de que ha adquirido o incrementado su participación significativa de forma involuntaria. Debiera ser de cargo de la sociedad informar a los accionistas sobre esta situación, puesto que es ella quien se encuentra en mejor posición de determinar: (i) cuándo se debe realizar el “recálculo” (pues es el emisor o la sociedad que controla la que ha adquirido las acciones que dieron lugar a la aplicación de la norma), y (ii) quién es el accionista que ha alcanzado o incrementado su participación significativa (dado que la sociedad sí conoce todos los cambios y operaciones que se producen en la matrícula de acciones).

De lo contrario, no sería posible encontrar, razonablemente, un supuesto de aplicación para las consecuencias que se derivan del literal c) del artículo 31 del ROPA. Sería aconsejable que se dicte una norma por medio de la cual se establezca la carga en la sociedad de cumplir con informar el resultado del “recálculo” a los accionistas que hubiesen adquirido o incrementado su participación significativa como resultado de una operación de adquisición de acciones de propia emisión por parte de la sociedad o de su subsidiaria. De no ser así, las consecuencias del literal c) del artículo 31 del ROPA serían inejecutables, salvo que la sociedad emisora o la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)<sup>(16)</sup> hubiesen cumplido voluntariamente con efectuar tal comunicación.

## 2.4 Consecuencia de la aplicación del literal c) del artículo 31 del ROPA.

2.4.1. En función de lo referido en los numerales anteriores, pasamos a describir dos escenarios en los cuales podrían presentarse ciertos problemas de interpretación, vale decir, que se produzcan adquisiciones sucesivas de acciones de un emisor por parte de un accionista, que: (i) en conjunto no constituyan participación significativa tomando en cuenta el total de acciones emitidas por la sociedad, pero que (ii) sí excedan del 25 por ciento del capital social si se excluyen las acciones cuyo derecho de voto se encuentre suspendido en virtud del artículo 105 de la LGS.

a) **Primer escenario.** Una subsidiaria del emisor adquiere acciones del emisor y, luego de aplicar el

“recálculo” de acuerdo con lo previsto en el literal c) del artículo 31 del ROPA, se determina que no hay accionistas que han alcanzado participación significativa. Posteriormente un accionista efectúa adquisiciones sucesivas que lo llevarían, bajo el “recálculo” -pero no en el supuesto de hecho general- a haber adquirido participación significativa en el emisor.

**Consecuencia:** No se aplica el literal c) del artículo 31 del ROPA, dado que las adquisiciones sucesivas son posteriores a la adquisición de acciones por parte de la subsidiaria y, por tanto, a la obligación de “recálculo”. En este caso, sólo rige el supuesto de hecho general del ROPA -concepto de capital social del literal d) del artículo 2, que incluye a todas las acciones con derecho a voto, contando incluso a las de voto suspendido-.

b) **Segundo escenario.** Un accionista realiza adquisiciones sucesivas de acciones del emisor sin haber alcanzado o incrementado participación significativa, de acuerdo con las normas del artículo 4 y 5 del ROPA -concepto de capital social del literal d) del artículo 2-. Posteriormente, una subsidiaria adquiere acciones del emisor (cuyo derecho de voto se suspende en virtud del artículo 105 de la LGS).

**Consecuencias:** La adquisición de acciones del emisor por parte de la subsidiaria determina que se deba aplicar el “recálculo” dispuesto en el literal c) del artículo 31 del ROPA, debiendo establecer la sociedad si algún accionista ha alcanzado o incrementado su participación significativa como consecuencia de esa adquisición. De ser éste el caso, la sociedad debiera notificar al accionista la obligación de cumplir el mandato contenido en el literal c) del artículo 31 del ROPA, como presupuesto para la aplicación de las consecuencias reseñadas en ese artículo (efectuar una OPV o una OPA, en los términos del citado literal c) del artículo 31 del ROPA).

En caso los accionistas que adquirieron involuntariamente participación significativa, como resultado de la adquisición de acciones del emisor por parte de su subsidiaria, no hubiesen efectuado la OPV o la OPA a que se refiere el literal c) del artículo 31 del ROPA, habiendo sido notificados para tal efecto por el emisor, se derivarían las siguientes consecuencias:

b.1) Por aplicación del quinto párrafo del artículo 72 de la LMV, según texto modificado por la Ley No. 27649 -vigente desde el 24 de marzo del 2002-:

- Suspensión de los derechos políticos de las acciones que por “recálculo” excedan el 25 por ciento

(16) Cabe resaltar que dada la legislación actual, CONASEV cuenta con información sobre la composición accionaria de las sociedades sujetas a su control, pero esa información no es total ni cubre todo tipo de participaciones accionarias, por lo que un cambio legislativo sería también necesario.

o los otros umbrales de participación significativa establecidos en el artículo 6 del ROPA;

- Devolución a los transferentes originales de la ganancia de capital obtenida por quien vendió acciones que por “recálculo” excedan el 25 por ciento o los otros umbrales de participación significativa establecidos en el artículo 6 del ROPA;

- Suspensión de los derechos y *quorum* de todas las acciones de propiedad del accionista que, como consecuencia del “recálculo”, hubiese adquirido o incrementado participación significativa (esto se aplica a criterio de CONASEV).

b.2) Por aplicación del 1.1 del Anexo IV del actual “Reglamento de Sanciones” aprobado por Resolución CONASEV No. 55-2001-EF -vigente desde el 24 de octubre del 2001:-

- El incumplimiento de la obligación de formular una OPA se califica como infracción “muy grave” y daría lugar a una multa mayor de cincuenta (50) UIT y hasta de trescientas (300) UIT.

### 3 A modo de conclusión.

Como se ha podido apreciar en el presente artículo, el ROPA presenta una innecesaria complejidad y una sistemática deficiente que fácilmente pueden conducir a una interpretación incorrecta de los principios y normas que organizan el sistema de OPAs en el Perú.

Para el caso específico de las denominadas “adquisiciones involuntarias”, deberá tomarse en cuenta el verdadero alcance del artículo 31 c) del ROPA, que sólo será de aplicación cuando se produzca una adquisición de acciones de propia emisión o una adquisición de acciones por una subsidiaria del emisor, y sólo para fines de establecer si, como consecuencia de dichas adquisiciones, un accionista adquirió o incrementó participación significativa, en cuyo caso se verá en la obligación de formular una OPA.

De otro lado, se ha podido comprobar que existe una serie de vacíos e imperfecciones en la normatividad vigente que dificultan la aplicación de las disposiciones sobre OPAs. Ello obedece, en gran medida, al sistema de OPA obligatoria que rige en nuestro país, el cual origina una serie de problemas al tratar de abarcar todos los supuestos de adquisición o de consolidación de control en una sociedad emisora, sin tener en cuenta los altos costos de transacción que ello puede generar y sin que necesariamente se asegure una protección adecuada al accionista minoritario.

Consideramos que, sin perjuicio de los cambios de fondo que deben efectuarse al sistema que regula el mercado de control societario en el Perú, urge una modificación en el ROPA que aclare el verdadero sentido de las disposiciones sobre OPAs en el caso particular de las adquisiciones involuntarias.<sup>AB</sup>