

LA REGULACIÓN DEL MERCADO PÚBLICO DE ADQUISICIONES DE CONTROL SOCIETARIO: EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS EN EL PERÚ

Sergio Salinas*

La opción por regular el mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones cotizan en bolsa encuentra argumentos tanto a favor como en contra.

Los argumentos a favor, básicamente, son dos: (i) la protección al accionista minoritario; y, (ii) la transparencia e integridad en el Mercado de Valores. Por su parte, se señalan como argumentos en contra, los cuales se formulan desde la corriente del análisis económico del Derecho, a los siguientes: (i) la prima de control corresponde al accionista de control; (ii) el aumento de los costos de transacción; y, (iii) los perjuicios que se ocasionarían al accionista minoritario.

En consecuencia, la opción por regular el mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones se cotizan en bolsa depende de la valoración de los distintos factores antes mencionados.

En el presente artículo, el autor analiza la decisión adoptada por nuestro legislador respecto de la regulación antes referida. De otro lado, también estudia las distintas modalidades de adquisiciones indirectas de control que se pueden presentar en el Mercado de Valores.

INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente artículo es proporcionar elementos de juicio que permitan evaluar la adopción de una política de regulación del mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones se cotizan en bolsa, particularmente en lo que se refiere al tratamiento de las adquisiciones indirectas de control societario.

No obstante el poco tiempo transcurrido desde su entrada en vigencia, conviene evaluar la adecuación del Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión a la dinámica del mercado. Por un lado, debe identificarse correctamente la falla del mercado (si existe) que impide que a través de transacciones voluntarias, la competencia económica distribuya los recursos escasos (los activos societarios, en este caso) hacia aquéllos que pueden obtener de ellos la mayor rentabilidad, para a partir de allí diseñar una política regulatoria orientada a corregir estas deficiencias; de lo contrario se corre el riesgo que la regulación se convierta en una traba para una mejor asignación de recursos en la economía. Por otro lado, aun dejando de lado la discusión respecto de la conveniencia o la orientación que debiera tener la regulación de este mercado, la experiencia demuestra que existen todavía deficiencias en la formulación actual de la norma que permiten que transacciones que bajo el modelo adoptado en la Ley del Mercado de Valores («LMV») estarían sujetas a la regulación, particularmente adquisiciones indirectas, puedan efectuarse fuera de su alcance.

* Master en Derecho, Yale University. Master en Economía, Universidad del Pacífico. Profesor de la Facultad de Derecho en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Ambos temas son tratados en este artículo. En la primera parte del artículo se presenta una discusión sobre los objetivos que debe perseguir una regulación OPA (Oferta Pública de Adquisiciones), describiendo las principales argumentaciones a favor y en contra, así como la posición adoptada en el Perú; en la sección segunda se hace un análisis de las modalidades de adquisición indirecta de control societario y sus efectos sobre el accionista minoritario; en la sección tercera se resume los elementos centrales del tratamiento dado a las adquisiciones indirectas en el Perú; en la sección cuarta se plantean brevemente algunas consideraciones respecto de las adquisiciones de control efectuadas a través de actos de reorganización societaria; en la sección quinta se discuten algunos casos de adquisiciones involuntarias de participación significativa; en la sección sexta se discute el problema de la coerción que enfrentan los accionistas minoritarios en una OPA y, por último, en la sección séptima se plantean algunas reflexiones finales.

1. EL OBJETO DE LA REGULACION DEL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS - OPA

Iniciamos nuestro análisis con una revisión de los objetivos perseguidos al adoptar una regulación del mercado público de adquisiciones de empresas (Ofertas Públicas de Adquisición «OPA»): los argumentos a favor y en contra, las opciones regulatorias posibles, así como una descripción de la posición adoptada en la legislación peruana.

A. Argumentos a Favor y en Contra de la Regulación

A continuación resumimos los principales argumentos a favor y en contra de regular el mercado de fusiones y adquisiciones de empresas listadas en bolsa.

a. Argumentos a Favor. Son dos, principalmente:

i) Protección del Accionista Minoritario. Esta posición se sustenta en la consideración de que la prima generalmente pagada en adquisiciones de control societario es una oportunidad generada

por la propia sociedad¹ para beneficio de todos sus accionistas, y no sólo de los que detentan el control; por lo tanto, dicha prima corresponde a todos los accionistas a prorrata de su participación accionaria.

El objetivo de la regulación OPA en este enfoque consiste principalmente en proteger el derecho de los accionistas minoritarios a participar de la prima de control en forma equivalente con los accionistas mayoritarios². Dicha protección se justifica en la medida que el control de la administración societaria permitiría a estos últimos diseñar y negociar directamente las condiciones de la transferencia de control a la medida de sus propios intereses, tomando en cuenta los problemas de información asimétrica que normalmente enfrentan los accionistas minoritarios.

ii) Transparencia e Integridad del Mercado de Valores. Una segunda línea de argumentación se sustenta en la idea de que el correcto funcionamiento del Mercado de Valores requiere de la existencia de información suficiente para permitir a los inversionistas tomar decisiones informadas respecto de la conveniencia o no de efectuar una inversión o una desinversión en valores. Siendo las transacciones de control de sociedades listadas en bolsa operaciones propias del Mercado de Valores, resulta también de aplicación este principio.

Bajo esta argumentación, la regulación OPA debe incidir principalmente en la imposición al adquirente de obligaciones de divulgación de información respecto de aspectos relevantes de la transacción, tales como: finalidad de la adquisición, modos de financiamiento, pactos con los actuales accionistas o con los órganos de administración de la sociedad cuyo control se pretende adquirir, etc. La imposición de estas obligaciones al adquirente reduce el costo para los accionistas minoritarios³ de obtener información relevante en el mercado, promoviendo una mayor eficiencia en la asignación de recursos y desincentivando al mismo tiempo la realización de prácticas abusivas en su contra.

¹ Cfr. BERLE, Adolph. «*The Price of Power: Sale of Corporate Control*», 50 Cornell L.Q. 628 (1965). Citado por EASTERBROOK & FISCHER. «*The Economic Structure of Corporate Law*». Harvard University Press, 1991. p. 127. Clark propone una versión ligeramente diferente del concepto, sosteniendo que se trata de una oportunidad de los accionistas, y no exactamente de la sociedad, que no puede ser aprovechada exclusivamente por uno o alguno de ellos. Este también es el sustento de la regulación contenida en la Propuesta de 13ª. Directiva de la Comunidad Económica Europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición, a tenor de lo indicado en el artículo 3.

² Esta regla se conoce también como la «regla de compartir la prima». Cfr. ANDREWS, William. «*The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*». Citado por EASTERBROOK & FISCHER. Op.cit. p. 12. También ver artículo 3 del actual Reglamento.

³ Para una mayor profundización respecto del comportamiento de los pequeños inversionistas, ver SALINAS, Sergio. «Fondos Mutuos, Información Asimétrica y Regulación del Mercado: Un Enfoque de Costos de Transacción». En Themis, 1996.

b. Argumentos en Contra. Pasamos ahora a resumir los argumentos en contra de la regulación⁴, provenientes principalmente de la corriente del análisis económico del Derecho:

i) La Prima de Control corresponde al Accionista de Control. Para adquirir el control de una sociedad un accionista normalmente requiere pagar una prima a sus propietarios. ¿Por qué, entonces, obligarlo a compartirla cuando decide a su vez transferir el control a un tercero? Considérese el siguiente ejemplo: un accionista A decide adquirir el 60% del capital social de una empresa listada en bolsa, pagando una prima de control equivalente al 25% del precio de la acción al momento de la adquisición. Sin embargo, 3 años después el accionista A descubre que su proyecto de inversión no ha tenido el rendimiento esperado (asumamos, para simplificar, que la cotización de la acción se mantiene exactamente igual), y decide vender sus acciones. En ese momento, toma conocimiento que un operador estratégico reputado y con solvencia económica está interesado en adquirir el 60% del capital, y está dispuesto a pagar igualmente una prima de 25% sobre el precio de mercado. El accionista A, sin embargo, sabe que debido a la regla de compartir la prima, sólo va a recibir el 60% del monto total de la prima de control pagada por el operador; eso significa que si decide vender sus acciones, va a incurrir en una pérdida igual al 40% de la prima pagada por él mismo al momento de adquirir la empresa. En este escenario decide no vender y mantenerse en la empresa hasta que la situación mejore.

El ejemplo ilustra los incentivos incorrectos generados por la norma: si no existiera la regla de compartir el accionista mayoritario transferiría el control de la empresa al nuevo accionista de control que podría obtener de sus activos una mayor rentabilidad, generándose un aumento en la eficiencia en la asignación de recursos, para beneficio de todos los accionistas y de la sociedad en su conjunto.

ii) Aumento de los costos de transacción. Este argumento sostiene que el efecto final de la regulación OPA es aumentar los costos de transacción asociados a transacciones de cambio de control

societario, lo que obstaculiza el flujo de recursos en la economía, reduciendo el nivel de bienestar general de la población.

El cumplimiento de las obligaciones de divulgación de información generalmente contempladas en la regulación OPA (por ejemplo, preparación del Prospecto Informativo) requiere destinar recursos a la contratación de abogados, auditores, bancos de inversión, etc., además del tiempo dedicado por los propios funcionarios de las sociedades involucradas, que es extraído de otras actividades productivas, y de los costos de administración de la regulación en que incurre el propio órgano regulador responsable de su aplicación.

La teoría económica sugiere que si los costos de transacción son mayores a los beneficios derivados para las partes de la misma, entonces la transacción no se realiza, a pesar de ser económicamente beneficiosa⁵.

iii) Perjuicios al Accionista Minoritario. El encarecimiento del costo de la adquisición reduce el número de transacciones de control, perjudicando finalmente al propio accionista minoritario. En efecto, esta tesis sostiene que un mercado activo de adquisiciones de empresas beneficia a los pequeños inversionistas en la medida que genera un impacto disuasivo en el comportamiento de la administración de la sociedad (léase accionistas mayoritarios) ya que, de cumplirse la teoría de los mercados de capitales eficientes⁶, cualquier ineficiencia notoria en la gestión social constituiría información pública que se reflejaría en una disminución de los precios de los valores emitidos por la sociedad, lo que a su vez incrementaría la probabilidad de ser objeto de una OPA y perder el control societario.

B. Las Opciones de Regulación. El Tratamiento en la Legislación Comparada

A partir de lo expuesto en el apartado anterior, consideramos que existen hasta tres opciones de regulación posibles: i) la primera opción es simplemente no regular; ii) la segunda consiste en obligar a efectuar una OPA siempre que se pretenda adquirir el control

⁴ Para una mayor profundización de estas críticas, ver principalmente EASTERBROOK, Frank & FISCHER, Daniel. Op.cit. capítulo 5.

⁵ Esta afirmación es una derivación directa del Teorema de Coase. Ver COASE, Ronald. «El Problema del Costo Social». En: *Econometrica*, 1961.

⁶ Esta teoría sostiene que los precios de los valores transados en mercados líquidos reflejan toda la información disponible en el mercado sobre el emisor. Para una profundización del concepto, ver BREALEY & MYERS. «Principios de Finanzas Corporativas». 1993.

de una sociedad cuyas acciones se listan en bolsa (modelo español); iii) la tercera opción es intermedia y consiste en regular únicamente los casos de adquisición de control que se efectúen a través de ofertas públicas de adquisición (modelo norteamericano).

- i) La opción de no regulación. Esta opción ha sido adoptada en países como Holanda o México, en los que no existe obligación de efectuar una OPA para la adquisición de empresas listadas en bolsa. Se sustenta principalmente en los argumentos expuestos en el apartado 1.A.b. anterior.
- ii) El Modelo Español. En esta opción, la legislación obliga al adquirente a efectuar una OPA en cualquier caso que se pretenda adquirir el control de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa. Así, esta opción generalmente contempla la obligación de efectuar una OPA incluso en casos de adquisiciones indirectas de control o actos de reorganización societaria que produzcan tal efecto.

Este modelo se aplica en España y está contemplado en la Ley del Mercado de Valores de España (Ley 24/1988), y reglamentada por el Real Decreto 1197/1991. La legislación española contiene reglas orientadas tanto a proteger a los accionistas minoritarios como a promover un adecuado flujo de información al mercado. En este punto, cabe citar a Zurita⁷, uno de los principales comentaristas españoles sobre la materia, quien sostiene que «la OPA presenta la ventaja de ofrecer a todos los accionistas el mismo tratamiento, ya que el precio pagado por las acciones ha de ser igual para todos...».

Este modelo también se aplica en Colombia, de acuerdo a lo establecido en el Capítulo Quinto de la Resolución 400 de 1995 (Oferta Pública de Valores en el Mercado Secundario)

- ii) El Modelo Norteamericano. En esta opción, la regulación se aplica únicamente cuando el adquirente pretende obtener el control de la sociedad mediante la realización de una oferta pública de adquisición (*tender offers*). Si el adquirente obtiene el control de otra forma (mediante negociación privada, por ejemplo) no es de aplicación esta norma.

Este modelo regulatorio se aplica en los Estados Unidos de Norteamérica, y está contemplado principalmente en la denominada Williams Act. La Williams Act es una ley federal dictada en 1968 que modifica la Ley del Mercado de Valores de 1934, específicamente en lo que se refiere a la adquisición de control de sociedades cotizadas en bolsa mediante ofertas públicas de adquisición (*tender offers*) o mediante compras en el mercado continuo⁸. Dicha norma establece un plazo mínimo de duración de la oferta y obliga al adquirente a divulgar diversa información relevante sobre la oferta. Según Robert Clark⁹, la dación de la Williams Act responde a fuertes presiones por parte de la comunidad de inversionistas bursátiles en la década de los sesenta, a raíz de diversos casos de adquisiciones de empresas a través de *tender offers*, en las cuales no se proporcionaba mayor información al accionista respecto de los términos y condiciones de la adquisición, y se les obligaba a decidir entre vender o no sus acciones en un tiempo muy corto.

Obsérvese que en este modelo, el órgano regulador sólo interviene cuando efectivamente dicha intervención se requiere para proteger el interés del público inversionista. Por el contrario, si el control es adquirido mediante negociación privada no hay necesidad de regular.

C. La Posición adoptada en el Perú.

En cualquier caso, consideramos que ya el legislador peruano ha adoptado el modelo español, según ha sido plasmado en los artículos 68 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores (la «LMV»), correspondiendo a CO-NASEV únicamente diseñar la reglamentación respectiva.

El citado artículo 68 de la LMV dice:

«La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente ... una cantidad de acciones con derecho de voto inscritas en rueda de bolsa ... con el objeto de alcanzar en dicha sociedad una participación significativa, o incrementar la ya alcanzada, deben efectuar una OPA....»

El actual reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión¹⁰ (el

⁷ ZURITA SAENZ DE NAVARRETE, Jaime. «Oferta Pública de Adquisición en caso de Toma de Control o Aumento de Participación Significativa». En: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). p. 31. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil S.A. 1993. Estudio dirigido por SANCHEZ CALERO, Fernando.

⁸ PRAT, Margarita. «Ofertas Públicas de Adquisición e Información Privilegiada». Pp.89. Ediciones Deusto 1995

⁹ Ver CLARK, Robert. «Corporate Law». pp.546. Little, Brown & Company. 1986.

¹⁰ Resolución Conasev 630-97-EF/94.10.

«Reglamento») es también consistente con esta posición. El artículo 1 del Reglamento define la *ratio legis* de la norma: permitir que todos los accionistas de una empresa listada en bolsa puedan participar de la prima de control que usualmente se paga en operaciones de cambio de control.

LEGISLACIÓN COMPARADA

PAIS	OBLIGACION DE LA OPA	BASE LEGAL
España	Si, a partir de la adquisición del 25% del capital.	Art. 1º del Real Decreto 1197/1991.
Estados Unidos	Sólo tratándose de <i>tender offers</i> .	<i>Williams Act</i> .
Comunidad Económica Europea	Puede ser obligatoria o voluntaria de acuerdo a lo que establezcan los Estados miembros.	Art. 2 de la Propuesta Modificada de la Directiva Nº 13 de fecha 11/11/97.
Colombia	Si, a partir de la adquisición del 10% del Capital.	Art. 1.2.5.6. de la Resolución 400ª de 1.995.
Gran Bretaña	Si, a partir de la adquisición del 30% del capital.	<i>City Code on take overs and mergers</i> *
Chile	El Reglamento aún está en proyecto**.	
Holanda	No es obligatorio***.	
México	No es obligatorio****.	

* El City Code no tiene fuerza de Ley; son reglas de conducta adoptadas por los agentes participantes del mercado. En: «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. 1.996. Ariel Editores. Barcelona.
 ** Comunicado de Prensa del Ministerio de Hacienda del 30 de Setiembre de 1998.
 *** En: «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. 1.996 Ariel Editores. Barcelona.
 **** Información proporcionada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

2. LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS DE CONTROL

La adquisición indirecta del control de una sociedad (en adelante «Sociedad Objetivo») puede efectuarse de dos maneras¹¹: i) a través de la adquisición de las acciones de los accionistas controladores (en adelante «Sociedad Controladora») de la Sociedad Objetivo; ii) a través de la realización de actos de reorganización societaria que involucren a la Sociedad Controladora.

La modalidad que finalmente se adopte dependerá en cada caso de las características y objetivos de las sociedades y accionistas involucrados.

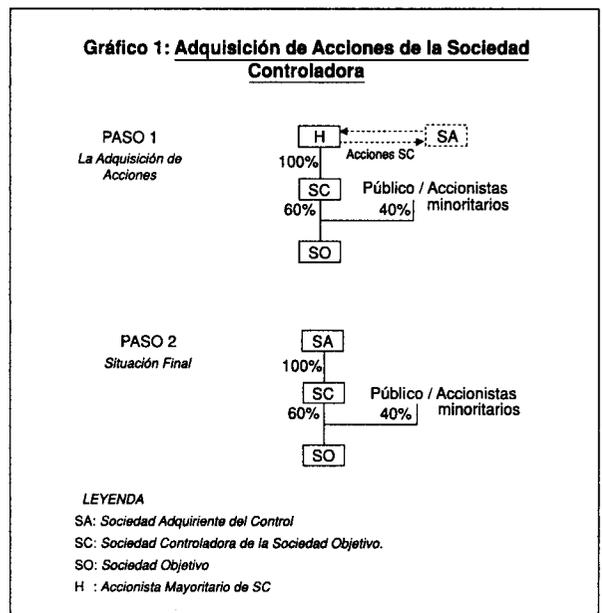
A. Modalidades Comunes

A continuación pasamos a revisar tres casos típicos con el fin de mostrar los elementos que consideramos

más relevantes a tener en cuenta para la adopción de una política regulatoria de protección del accionista minoritario en esta materia.

- i) Adquisición de Acciones de la Sociedad Controladora. Este es el supuesto más simple. En este caso, la sociedad que adquiere el control (en adelante «Sociedad Adquirente») adquiere un paquete mayoritario de las acciones de la Sociedad Controladora, que le permite controlar sus decisiones. Dado que esta sociedad tiene la mayoría de las acciones de la Sociedad Objetivo, la Sociedad Adquirente adquiere también, indirectamente, el control de esta última.

El gráfico 1 ilustra la transacción.



Como puede observarse del gráfico 1, en un primer momento el accionista de la Sociedad Controladora era la persona H (paso 1); luego de la venta (paso 2) el accionista de la Sociedad Controladora es la Sociedad Adquirente, quien es ahora el nuevo controlador de la Sociedad Objetivo.

Nótese que la prima de control es recibida por los accionistas de la Sociedad Controladora que venden sus acciones, mas no por los accionistas de la Sociedad Objetivo.

- ii) Reorganizaciones Societarias. Para efectos de nuestro análisis, hemos seleccionado únicamente dos modalidades de reorganización societaria,

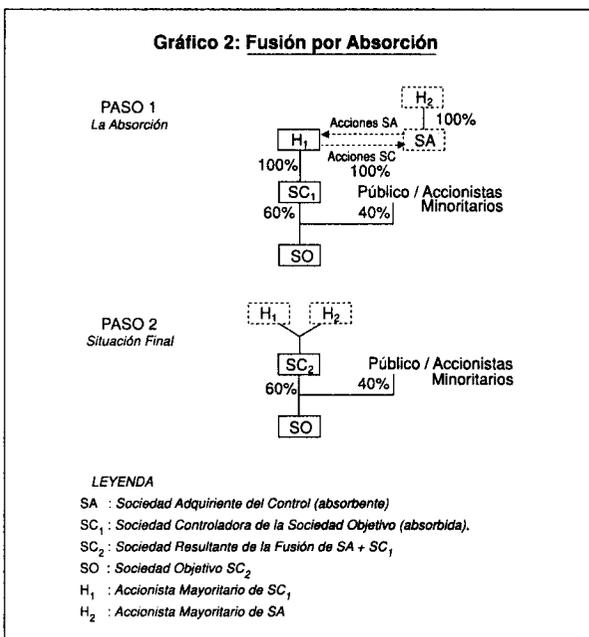
¹¹ Excluimos por ahora otras formas de adquisición del control que no implican el cambio de titularidad de las acciones, tales como convenios de gestión, convenios de colaboración empresarial, usufructo de acciones, reducciones de capital, etc.

ambas previstas en la actual Ley General de Sociedades (la «LGS»): fusión por absorción y escisión por incorporación.

a. Fusión por Absorción

En este supuesto, al momento de la fusión la Sociedad Controladora se extingue, y la Sociedad Adquirente absorbe su patrimonio, pasando a ser la nueva Sociedad Controladora (SC2). Los accionistas de la antigua Sociedad Controladora reciben acciones de la Sociedad Adquirente, más la prima de control (la prima puede estar reflejada en el ratio de intercambio pactado o puede ser paga-da por separado).

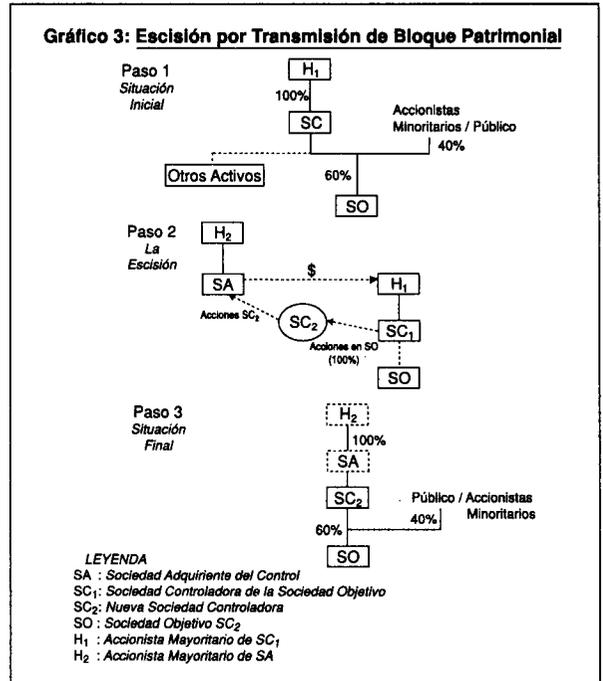
El gráfico 2 ilustra este supuesto



A diferencia del caso anterior, los antiguos accionistas de la Sociedad Controladora se mantienen en la nueva sociedad. Nótese que, nuevamente, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo no reciben la prima de control.

b. Escisión por Transmisión de Bloque Patrimonial a una nueva sociedad. En este supuesto, la adquisición de control implica una división patrimonial de la Sociedad Controladora, trasladando el bloque patrimonial constituido por las acciones de la Sociedad Objetivo a un nuevo controlador. Adviértase que esta modalidad opera, en consecuencia, cuando la Sociedad Controladora tiene una o varias líneas de negocio, o cuando tiene una cartera de acciones de diversas empresas (*holding*).

El gráfico 3 ilustra este caso



Los accionistas acuerdan que la Sociedad Controladora 1 segregue el bloque patrimonial constituido por las acciones que posee en la Sociedad Objetivo y lo transfiera a una nueva Sociedad Controladora 2, recibiendo a cambio acciones de dicha nueva sociedad. Acto seguido, los accionistas transfieren el control de dicha nueva Sociedad Controladora 2 a la Sociedad Adquirente, bien sea a través de una transferencia de acciones (como en el supuesto graficado) o de un aumento de capital.

Finalmente, la nueva Sociedad Controladora 2 es 100% propiedad de la Sociedad Adquirente -en conjunto con los accionistas de la Sociedad Controladora original, si la vía adoptada es un aumento de capital y no una transferencia de acciones- como se muestra en el Gráfico 3. En tal caso, la prima a pagar sería recibida únicamente por los accionistas de la Sociedad Controladora 1, y no por los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo.

B. A modo de Conclusión Preliminar

Los tres casos de adquisición indirecta revisados nos permiten concluir preliminarmente lo siguiente: i) en todos los casos participa un vehículo intermedio (que nosotros hemos denominado Sociedad Controladora); ii) en todos los casos los accionistas minoritarios son excluidos de la prima de control. En nuestra opinión, es precisamente la existencia de este vehículo intermedio lo que posibilita la discriminación de los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo,

porque dichos accionistas generalmente no son accionistas del vehículo, sino sólo de la Sociedad Objetivo. En consecuencia, efectuar la adquisición a través del vehículo hace posible «filtrar» a los accionistas minoritarios. Efectuada la adquisición del vehículo, el nuevo controlador puede sacar a los accionistas minoritarios, sin pago de la prima de control, de diversas maneras: mediante una OPC por exclusión; mediante una fusión entre la Sociedad Controladora y la Sociedad Objetivo, o simplemente mediante compra de acciones en el mercado continuo¹².

B. La Legislación Comparada

i) España. La legislación española sí regula los casos de adquisición indirecta. El numeral 1 del artículo 3 del Real Decreto 1197/1991 establece que la fusión o toma de control de sociedades, incluso aquéllas no cotizadas en bolsa o no domiciliadas, que a su vez tenga participación directa o indirecta en el capital de una tercera sí cotizada en bolsa, requiere la formulación de una OPA, previa o posterior según el caso, si a consecuencia de dicha fusión o toma de control, se alcanza participación significativa en la sociedad listada.

El Real Decreto comentado obliga -artículo 3, inciso a)- al adquirente a efectuar una OPA previa, tratándose de casos de fusión o toma de control de sociedades de mera tenencia de valores¹³, o en las cuales la participación significativa en la sociedad listada es parte esencial del activo, caso este último en el cual se aplica el criterio de la razón determinante, que estudiamos más adelante. Tratándose de casos de fusión y toma de control con sociedades distintas de las señaladas en el inciso a), se obliga al adquirente a efectuar una OPA posterior (artículo 3, incisos b y c, respectivamente).

Obsérvese que la norma utiliza el término toma de control, y no procede a una enumeración de las modalidades en que ésta puede efectuarse (fusiones, adquisiciones o adquisiciones de acciones) como sí se hace en el Reglamento. Esta técnica legislativa es más recomendable, a nuestro entender, pues permite cubrir otras fórmulas de adquisición indirecta de control (como reducciones o aumentos de capital), y refleja con mayor precisión el objetivo de la regulación OPA adoptado.

ii) Comunidad Económica Europea. La propuesta de la Directiva 13 de la Comunidad Económica Europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición no incluye a las adquisiciones indirectas de control. En la exposición de motivos del artículo 3 se indica que la Directiva en mención sólo se refiere a la toma de control directa mediante la adquisición de valores de la sociedad afectada, y no a la adquisición indirecta mediante la toma de control de un *holding* que controla la sociedad afectada. La Directiva deja a criterio de los países comunitarios la adopción o no de reglas en esta materia.

iii) Estados Unidos de Norteamérica. En los Estados Unidos de Norteamérica, como se ha indicado anteriormente, la Williams Act sólo se aplica a los casos de adquisición de control mediante *tender offers*; no existe regulación sobre adquisiciones indirectas. Cabe mencionar que el término *tender offers* no se define con precisión en dicha regulación¹⁴.

3. EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS EN EL PERÚ

El tratamiento de las adquisiciones indirectas de control societario se encuentra contemplado en la LMV (artículo 68), y en el Reglamento (artículo 32, principalmente).

A. Alcances del artículo 32 del Reglamento

Como hemos visto, el artículo 68 de la LMV incluye expresamente las adquisiciones indirectas dentro de los alcances de la regulación OPA.

El artículo 32 del Reglamento precisa el tratamiento aplicable:

«Cuando se alcanza o incrementa la participación significativa en cualquiera de las proporciones señaladas en el artículo 6 del Reglamento, como consecuencia de una fusión o escisión de una persona jurídica que tiene participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores, o de la adquisición de acciones de dicha persona jurídica, sólo es obligatorio efectuar una OPA si dicha participación ha sido la razón determinante de la fusión, escisión o adquisición de acciones. (...)»

¹² Esta técnica es conocida como ramassage en la práctica francesa. Ver ZURITA, Jaime. Op.cit.p.30.

¹³ La norma no especifica qué debe entenderse por «sociedades de mera tenencia de valores». Sin embargo, consideramos que se refiere a las sociedades de cartera o holdings.

¹⁴ Ver KLEIN, William & COFFEE, John. «Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles». pp.184. Foundation Press, 1993.

Si bien bajo el modelo de regulación adoptado, el citado artículo cubre razonablemente los supuestos de adquisición indirecta de control, llamamos la atención sobre dos aspectos que, en nuestra opinión, requieren revisión: i) existen supuestos de adquisición indirecta de control no cubiertos por el referido artículo; ii) la aplicación del criterio de la razón determinante, previsto en la norma como detonante de la obligación de efectuar una OPA, puede ser compleja y generar incertidumbre jurídica entre los agentes económicos.

Pasamos a desarrollar estas observaciones

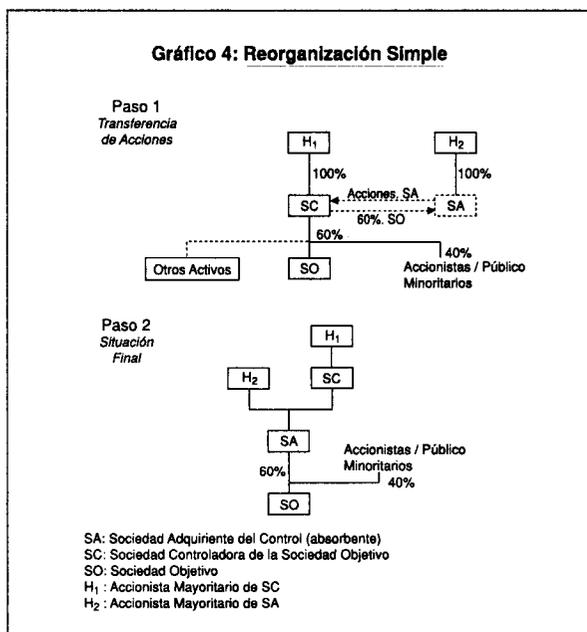
i) Supuestos no Cubiertos. La norma limita su ámbito de aplicación únicamente a los casos de adquisición de acciones, fusiones o escisiones que involucren a la Sociedad Controladora. Sin que la enumeración sea taxativa, encontramos al menos los siguientes supuestos adicionales de adquisición indirecta que no estarían sujetos a la obligación de efectuar una OPA bajo el actual reglamento.

a. Reorganizaciones Simples. En este caso, la adquisición del control se produce mediante la segregación del patrimonio de la Sociedad Controladora del bloque patrimonial constituido por las acciones representativas del capital social de la Sociedad Objetivo, el cual es transmitido a una tercera sociedad (Sociedad Adquirente), a título de aporte, de manera que las acciones de la Sociedad Adquirente las recibe la propia Sociedad Controladora y no sus accionistas¹⁵. Nótese que no se produce una disminución patrimonial de la Sociedad Controladora, pues a cambio del bloque patrimonial que segrega recibe las acciones de la Sociedad Adquirente. Técnicamente, pues, no hay escisión por lo que no resulta aplicable el artículo 32 del Reglamento.

El gráfico 4 ilustra el caso

Obsérvese también que la prima de control sería pagada directamente a la Sociedad Controladora, y no a sus accionistas como en una escisión, aunque indirectamente correspondería a todos ellos a prorrata de su participación en el capital social. No obstante, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo nuevamente quedarían excluidos de la prima de control.

b. Reducción de capital. Un ejemplo puede ilustrar el punto: supóngase que una Sociedad Controladora tiene el control de tres sociedades, una de



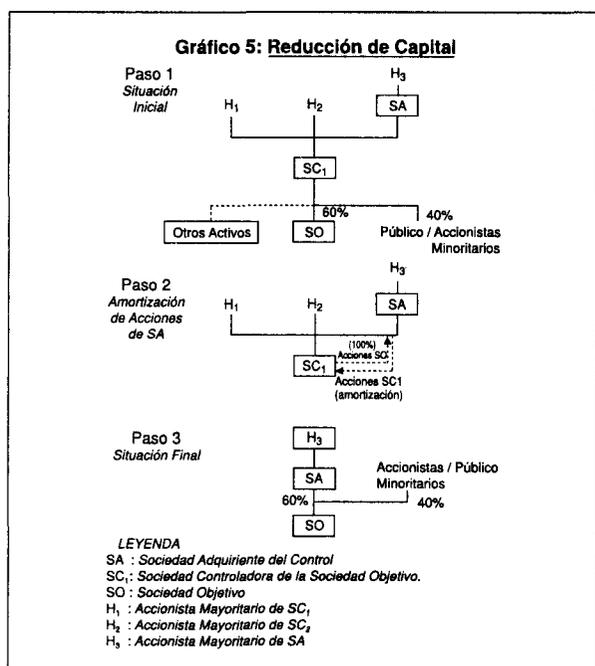
ellas listada en bolsa. Uno de sus dos accionistas (accionista A) desea adquirir el control de la sociedad listada y accede a pagar una prima de control al otro (accionista B); para eludir la obligación de efectuar una OPA, ambos accionistas pactan efectuar una reducción del capital de la Sociedad Controladora por amortización de las acciones de propiedad de B. La amortización puede efectuarse en efectivo o vía segregación de un bloque patrimonial a favor de B, cuya valorización incluya el monto de la prima a pagar. Tampoco en este caso se ha efectuado ninguna fusión o escisión, por lo que no resulta aplicable el artículo 32, aun cuando efectivamente ha habido una transmisión del control societario.

El gráfico 5 ilustra el ejemplo

Adicionalmente, cabe agregar que en este supuesto no se ha producido realmente una adquisición de acciones, por lo que podría sostenerse incluso que la actual legislación OPA no es de aplicación, tomando en cuenta el enunciado literal contenido en la LMV. Debe advertirse que la adopción de dicha interpretación podría desproteger a los accionistas minoritarios en casos de toma de control como el comentado, lo que sería contrario a los fines y objetivos de la regulación OPA, tal como ha sido adoptada en el Perú.

c. Supuestos de Excepción previstos en el Reglamento. Adicionalmente, tampoco sería de aplicación la regulación OPA en caso se adquiriera

¹⁵ Ver artículo 391 de la LGS; ver también Manual Societario, comentario 18/20, pp.531



del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse OPA (...)

Dos observaciones previas: en primer lugar, el criterio se aplica a los casos de sociedades de mera tenencia de valores (*holdings*), en los que dicha sociedad tiene diversas líneas de negocios. Entendemos que conceptualmente no podría aplicarse el criterio en otros supuestos, aun cuando la norma reglamentaria peruana no lo precise expresamente.

En segundo lugar, la aplicación de este criterio tiene sentido en los casos de combinación patrimonial (fusiones o adquisiciones de empresas), mas no tanto en los casos de divisiones patrimoniales (escisiones): entendemos que la individualización patrimonial inherente a los casos de división patrimonial hace innecesaria la aplicación del criterio. En tal sentido, la inclusión de este supuesto en el artículo 32 resulta impropio.

indirectamente participación significativa a través de aumentos de capital u operaciones de *underwriting*, por aplicación de las reglas de excepción previstas en el artículo 31 del propio Reglamento.

- ii) El Criterio de la Razón Determinante. El artículo 32 contiene otra restricción al ámbito de aplicación de la norma: sólo existe obligación de efectuar una OPA en los casos en los que la adquisición de participación significativa en la Sociedad Objetivo ha sido la razón determinante de la fusión, escisión o adquisición de las acciones en la sociedad que tiene participación directa o indirecta en ella.

El antecedente inmediato de esta norma que hemos comentado es la legislación española, que establece este criterio para el caso de adquisiciones indirectas de sociedades de mera tenencia de valores:

Artículo 3 del Real Decreto 1197/91:

1. «En caso de fusión o de toma de control de otra sociedad o entidad (...) que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas:
 - a) Si se tratara de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial

Pero, ¿qué debe entenderse por razón determinante? En términos jurídicos, se entiende como razón determinante aquella que resulte decisiva para configurar la voluntad de realizar un acto jurídico particular, cual es la adquisición del control societario. Sin embargo, evaluar esto puede resultar difícil y en algunos casos arbitrario: si bien pueden plantearse parámetros más objetivos de interpretación (por ejemplo, razón de proporción entre los activos de la Sociedad Objetivo respecto del total de activos de la *holding*; valor de la sociedad listada en bolsa respecto del valor total de la *holding*; o porcentaje de los ingresos totales de la *holding* generados por la sociedad inscrita en bolsa) la adopción de alguno de ellos puede resultar más útil en algunos casos y no en otros, con lo cual el órgano regulador tendería a aplicar la norma con cierta flexibilidad. Debe tenerse presente también que este criterio eleva los costos de administración de la regulación: el órgano regulador debe destinar importantes recursos para estudiar exhaustivamente adquisiciones por lo general complejas, sin contar muchas veces con información suficiente, lo que aumenta sustancialmente la probabilidad de error. Todo ello se traduce en una mayor incertidumbre jurídica.

Por otro lado, puede argumentarse válidamente que la prima de control pagada por la *holding* refleja el valor como grupo de todas las sociedades cuyo control es adquirido indirectamente por la Sociedad Adquirente, por lo que no es posible en estos casos discriminar para saber cuál de ellas es la verdaderamente determinante para la adquisición de la *holding*, salvo en

supuestos evidentes¹⁶. Si ello es así, concluye la argumentación, en realidad sólo puede considerarse que la adquisición del control de todas las sociedades controladas, como grupo, fue la razón determinante de la adquisición de la *holding*, y por lo tanto no existe obligación de efectuar una OPA por cada una de las sociedades en particular.

A. Precio y Oportunidad de la OPA

El segundo párrafo del artículo 32 del actual Reglamento señala:

«...debe efectuarse previamente a la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica una OPA por una cantidad de acciones igual a aquella cuya propiedad directa o indirecta se adquiere en virtud de la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica. La contraprestación para efectos de esta OPA no puede ser inferior a la que resulta de la aplicación del artículo 37 del Reglamento»

El párrafo bajo comentario nos merece dos observaciones, que pasamos a exponer.

El precio mínimo a que se refiere este artículo es el precio aplicable a las OPC; es decir, no puede ser menor a la cotización promedio del último trimestre. Como puede apreciarse, este precio no incluye la prima de control, por lo que difícilmente cumple los objetivos de brindar trato equivalente a todos los accionistas. En efecto, sería razonable esperar que los accionistas de control prefieran no vender sus acciones durante la OPA, y esperar a hacerlo posteriormente a un precio más alto, una vez cumplido el mandato legal, desvirtuando el objetivo mismo de la norma.

Por otro lado, en relación con la OPA previa debe tenerse presente lo siguiente: i) siempre existe el riesgo que, por cualquier causa, la adquisición posterior de control no llegue a ejecutarse, con lo cual la OPA previa habría sido un gasto inútil para el adquirente; ii) aun si se modificara el Reglamento para establecer que el precio a pagar en la OPA previa sea igual al que se pague a la sociedad controladora, la verificación de esto tendría que ser posterior y resultaría extremadamente complicada para CONASEV.

En la última sección de este artículo planteamos algunas recomendaciones respecto del tratamiento que podría adoptarse sobre esta materia.

4. EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES DIRECTAS DE CONTROL A TRAVÉS DE ACTOS DE REORGANIZACIÓN SOCIETARIA

La nueva LGS ha introducido en el Libro Cuarto, Sección Segunda, normas relativas a las reorganizaciones societarias que no existían en la ley anterior, vigente al momento de dictarse la actual regulación OPA, por lo que hemos considerado útil evaluar la aplicación de esta regulación en relación con las distintas variantes de reorganización societaria previstas en la LGS.

a. Obligación de Efectuar OPA. Es importante definir inicialmente si la adquisición directa de acciones de una sociedad inscrita en bolsa a través de actos de reorganización societaria genera la obligación de efectuar una OPA conforme al actual reglamento.

El artículo 4 del Reglamento indica que:

«está obligado a efectuar OPA toda persona natural o jurídica que pretende adquirir (...) a título oneroso acciones con derecho a voto cuando dicha adquisición permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el emisor en los casos que señala el artículo 6 del Reglamento»

La norma no distingue entre las distintas formas jurídicamente válidas mediante las cuales una persona puede adquirir tales valores; por lo tanto, en aplicación del principio jurídico de que no se puede distinguir donde la ley no distingue, cualquier forma de adquisición de la propiedad de los valores en una cantidad que permita efectivamente alcanzar una participación significativa en el emisor generaría la obligación de efectuar una OPA. Puede replicarse que en algunos casos la reorganización societaria puede resultar en una toma de control por parte del adquirente sin que éste adquiera realmente la propiedad de las acciones de la Sociedad Objetivo, como en el caso de una fusión por incorporación, por ejemplo, en la cual se extingue la Sociedad Objetivo y por ende las acciones representativas de su capital social. En tales casos, entendemos que difícilmente puede sostenerse que existe la obligación de efectuar una OPA por cuanto técnicamente no se han adquirido las acciones de la sociedad listada en bolsa, aunque sí el control de sus activos societarios.

Sin embargo, a juicio nuestro esta discusión resulta irrelevante por cuanto si la reorganización societaria

¹⁶ Como por ejemplo cuando la sociedad inscrita en bolsa representa más del 90% del patrimonio de la holding.

involucra directamente a la Sociedad Objetivo, el *ratio* de intercambio o en general cualquier contraprestación que reciban los accionistas por la transmisión de sus acciones debe ser equivalente para todos ellos y aprobada en junta de accionistas, como cualquier acto societario. No existe pues, en principio, forma legal para discriminar precios entre los accionistas: todos ellos deben recibir trato equivalente. ¿Cuál sería, entonces, la racionalidad de obligar a quien toma el control de esta forma a efectuar una OPA? Mas aún, debe tomarse en cuenta que el accionista ausente o disconforme con el precio (*ratio* de intercambio) puede ejercer su derecho de separación conforme al artículo 358 de la LGS¹⁷.

b. **Compensaciones Complementarias.** La LGS contempla también en el artículo 347, numeral 5 (372, numeral 6, para el caso de escisiones) la posibilidad de que ciertos accionistas reciban algún tipo de compensaciones complementarias en caso de fusión o escisión de la sociedad. La racionalidad de esta norma puede explicarse por el hecho que es posible que accionistas mayoritarios de la sociedad mantengan relaciones comerciales particulares con la empresa que deben ser reconocidas de alguna manera. Por ejemplo, pueden existir garantías reales o personales de los accionistas frente a instituciones financieras, propiedad cruzada en diversas empresas subsidiarias o vinculadas, contratos de gestión, etc.

Debe admitirse que esta vía puede ser también utilizada para pagar la prima de control a un grupo de accionistas y no al resto. No obstante, dada la complejidad y diversidad de las relaciones que pueden existir entre las sociedades, sus accionistas y las sociedades vinculadas, así como la dificultad del órgano regulador para acceder a este tipo de información, creemos muy costoso y probablemente ineficaz encargarle la supervisión de este tipo de compensaciones. En todo caso, tratándose de sociedades con acciones inscritas en el RPMV (Registro Público del Mercado de Valores), resultaría legalmente factible obligar a la sociedad adquirente a divulgar al mercado información relativa a la existencia de este tipo de compensaciones.

5. ADQUISICIONES INVOLUNTARIAS DE CONTROL

Técnicamente, es factible que se produzcan adquisiciones de participación significativa en el capital

social que no obedezcan a una intención de adquirir el control por parte del adquirente. Una regla que obligue a efectuar una OPA a un accionista que no desea realmente obtener el control sería muy exigente y probablemente injustificada.

En tales casos, consideramos razonable otorgar un plazo prudencial al accionista para que venda sus acciones (el exceso sobre el umbral correspondiente, de conformidad con el artículo 6 del Reglamento), suspendiendo mientras tanto el ejercicio de sus derechos políticos, y evite así la obligación de efectuar una OPA. Vencido dicho plazo (que podría ser de 6 meses, tomando en cuenta el tiempo promedio que lleva preparar y efectuar una oferta de acciones) si el accionista no ha procedido a la venta de sus acciones, es razonable concluir que su objetivo sí fue efectivamente obtener el control de la sociedad y, por lo tanto, debe obligársele a efectuar una OPA. El precio en la OPA no podría ser inferior al pagado en la adquisición inicial.

A continuación revisamos algunos supuestos concretos.

A. Adquisición Transitoria de Acciones.

La adquisición de una participación significativa puede producirse como consecuencia de una operación de colocación de valores, en los cuales se haya pactado una garantía total o parcial de colocación, conforme al artículo 194, inciso e) de la LMV¹⁸. Si no es posible colocar los valores entre el público inversionista, el agente o entidad financiera puede terminar siendo propietario de una participación significativa del capital social de la empresa, en cumplimiento de su obligación de garantizar la colocación de valores.

En este caso, consideramos conveniente otorgar a dicha entidad un plazo de seis meses para vender el exceso de sus acciones sobre el umbral previsto en el reglamento, bajo sanción de efectuar una OPA por el 100% del saldo de acciones no adquiridas a un precio no menor al pagado en la colocación¹⁹.

Debe observarse que en el actual reglamento el supuesto está previsto como una excepción a la obligación general de efectuar OPA, lo cual entendemos podría dar lugar a usos indebidos de la excepción.

¹⁷ Similar derecho asiste a los accionistas en caso de escisión.

¹⁸ Hay también una norma similar prevista en el numeral 37) del artículo 221 de la Ley General de Instituciones Bancarias y Financieras.

¹⁹ Ver numeral 3 del artículo 3 del Real Decreto 1197/1991 de España.

B. Oferta Pública Primaria y de Venta.

Al igual que en el caso de una adquisición transitoria de acciones el obtener una participación significativa puede no haber sido el objetivo real del adquirente de los valores en la OPV, por lo que resultaría razonable otorgarle también en este caso un plazo máximo de seis meses para vender sus acciones antes de obligarlo a efectuar una OPA, en los mismos términos indicados en el numeral anterior.

El precio en la OPA igualmente no podría ser inferior al pagado en la OPV.

Un supuesto diferente es el referido a la adquisición de control a través de una oferta primaria de acciones. De acuerdo al actual reglamento esta es una excepción a la obligación de efectuar una OPA. Entendemos que esta excepción se justifica en el hecho de que en muchos casos ello es necesario para permitir el ingreso de un socio estratégico, hecho que puede ser empresarialmente importante. Adicionalmente, debe observarse que en este caso los ingresos provenientes de la venta de las acciones no van al accionista vendedor, como en el caso anterior, sino a la propia sociedad, por lo que la eventual prima que se pague sería indirectamente percibida por todos los accionistas de la sociedad y no sólo por un accionista. En tal supuesto, no sería necesario aplicar la regulación OPA.

C. Reducción de Capital.

La adquisición involuntaria de participación significativa también puede producirse a consecuencia de una reducción de capital, debido, por ejemplo, a la amortización de las acciones de uno o más accionistas derivada del ejercicio del derecho de separación. Como ya hemos advertido, una lectura literal del artículo 68 de la LMV sugeriría que no hay lugar a la obligación de efectuar una OPA por cuanto no hay efectivamente una adquisición de acciones, aun cuando ello colisione con el objetivo mismo de la legislación OPA. En cualquier caso, creemos razonable que se otorgue también un plazo prudencial a estos accionistas para vender sus acciones, bajo sanción de efectuar una OPA. El precio en la OPA no podría ser inferior al precio pagado durante el ejercicio del derecho de separación.

6. EL PROBLEMA DE LA COERCIÓN

¿Cuál debe ser la extensión de la OPA? ¿Debe efectuarse por el 100% de las acciones con derecho de voto de la Sociedad Objetivo (OPA total), o puede efectuarse por un porcentaje menor (OPA parcial)? La legislación comparada sobre la materia no es uniforme: en Estados Unidos la OPA puede ser por cualquier porcentaje que el adquirente estime suficiente para adquirir el control de la sociedad, tomando en cuenta el grado de dispersión promedio del accionariado en las compañías norteamericanas; en España las OPA's pueden también ser parciales, aunque con sujeción a reglas de porcentajes mínimos²⁰, sin llegar en ningún caso a obligar a adquirir el 100%; en el Perú seguimos fundamentalmente el modelo español. En el caso de Gran Bretaña, sin embargo, el modelo es diferente: las OPA's sólo pueden efectuarse por la totalidad de las acciones de la sociedad²¹.

El problema a tomar en cuenta es el siguiente: las OPA's parciales generan una fuerte presión entre los inversionistas a vender sus acciones en la OPA, ante el temor que, si no venden sus acciones y la OPA es exitosa, éstas perderán liquidez y podrían ser luego adquiridas por el mismo adquirente a un menor precio, bien sea a través de una OPC o de una fusión, por ejemplo. Pongamos el siguiente caso: la Sociedad Adquirente formula una OPA parcial por el 70% de las acciones, y anuncia al mismo tiempo que tiene previsto efectuar posteriormente una OPC por el 30% restante. El efecto probable de una estrategia de adquisición de este tipo²², sería que las acciones no vendidas durante la OPA perderán liquidez debido a la concentración del accionariado en el nuevo propietario²³. Dicha pérdida de liquidez se reflejaría en una disminución de la cotización de las acciones, y por ende, en el precio a pagar durante la OPC. En este escenario puede esperarse que los accionistas minoritarios, dado que no saben si la OPA va a ser exitosa o no (esto es, desconocen cuál será el comportamiento del resto de accionistas), decidan racionalmente vender sus acciones en la OPA, aun sabiendo que el adquirente estaría dispuesto a pagar un mayor precio por la obtención del control de la sociedad²⁴, para evitar quedarse en el lado incorrecto de la

²⁰ Estos porcentajes están fijados en el artículo 1 del Real Decreto, y funcionan como una suerte de umbrales de participación accionaria que activan la aplicación de la regulación OPA.

²¹ En: POLO, Marco. «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. Ariel Editores. Barcelona, 1996

²² Esta modalidad de adquisición del control es también denominada adquisición en dos etapas en la doctrina norteamericana. Ver CLARK, Robert. «Corporate Law». LITTLE, BROWN & COMPANY. 1986.

²³ Este efecto de pérdida de liquidez se conoce como freeze-out (congelamiento) en el lenguaje coloquial norteamericano.

²⁴ Ver COFFEE, John & KLEIN, William. Op.cit. Pp.185.

transacción²⁵. Obsérvese que para efectuar la OPC, el adquirente únicamente requiere el voto de las dos terceras partes del capital, según el literal a) del artículo 37 de la LMV, sin estar obligado a pagar una prima por este porcentaje. De hecho, el artículo 69 señala que el precio de la OPC debe ser el promedio de los últimos 6 meses de la cotización bursátil de las acciones. Así, el precio realmente pagado por el adquirente por las acciones durante la toma de control es el promedio del precio pagado durante la OPA y la OPC, ponderados por el porcentaje del capital adquirido en cada caso.

Una manera de evitar este efecto es obligar a quien desee adquirir el control a efectuar una OPA por el 100% de las acciones representativas del capital social con derecho a voto, como plantea la normativa británica. Al respecto debe tenerse presente que la LMV no especifica la extensión que debe tener la OPA, por lo que es materia reglamentaria decidir este aspecto. No obstante, tomando en cuenta que un cambio radical de la regla en este sentido podría generar resistencias en el mercado, podría evaluarse la posibilidad de incluir en el Reglamento una regla que obligue al adquirente que efectúe una OPC dentro de los 18 meses siguientes a la OPA a pagar en la OPC el mayor de: i) el precio por acción pagado en la OPA; ii) el precio promedio de la cotización bursátil que se indica en el artículo 69^o de la LMV²⁶.

7. COMENTARIOS FINALES

Nos permitimos plantear las siguientes reflexiones finales:

a) La política regulatoria a diseñarse debe orientarse a corregir las imperfecciones del mercado. En este sentido, no debemos olvidar que la prima es finalmente una remuneración por el control de una empresa: así, si el control está concentrado en uno o un grupo de accionistas, quienes eventualmente han pagado a su vez una prima por adquirirlo, resulta injustificado obligarlos a compartirla

en caso que decidan vender sus acciones; si, por el contrario, el control está disperso entre un gran número de accionistas, parece razonable concluir que la prima les corresponde a todos ellos a prorrata de su participación accionaria. Sólo en este último supuesto y tomando en cuenta los problemas de información asimétrica que enfrentan los accionistas minoritarios resultaría justificado regular la toma de control mediante una OPA, sobretodo considerando que parece ser la forma idónea de adquirir el control de sociedades de accionariado difundido, asegurando una adecuada divulgación de información y que todos los accionistas reciban trato equivalente.

b) Sin embargo, mientras no se modifique legislativamente los parámetros de la regulación fijados en la LMV, sugerimos balancear dos aspectos: por un lado, el principio de neutralidad en la regulación²⁷, que obliga a dispensar el mismo tratamiento a todas las formas de combinaciones empresariales mediante las cuales puede adquirirse el control de sociedades cotizadas en bolsa, o que produzcan sustancialmente el mismo efecto, a fin de hacer coherente el marco legal ya sancionado en la LMV; y por otro lado, la necesidad de no aumentar innecesariamente los costos de transacción asociados al mercado de adquisiciones y fusiones de empresas de manera que se impida un adecuado flujo de recursos en la economía.

c) En concordancia con el objetivo de compartir la prima adoptado por la legislación peruana, sugerimos evaluar los siguientes planteamientos preliminares para una regulación alternativa de las adquisiciones de control societario: i) ampliar el ámbito de cobertura de la regulación sobre adquisiciones indirectas para incluir supuestos adicionales de toma de control, eliminando el criterio de la razón determinante; ii) establecer con mayor claridad la obligación del adquirente de pagar un solo precio a todos los accionistas²⁸,

²⁵ Esto constituye una suerte de dilema del prisionero: a pesar de que los accionistas estarían mejor si deciden no vender en una OPA parcial para obligar a la Sociedad Adquirente a extender el alcance de la OPA o a mejorar el precio ofrecido, racionalmente deciden vender por el temor de luego tener que vender a un menor precio. El problema de organización colectiva es lo que impide a los accionistas minoritarios ponerse de acuerdo para maximizar el precio de venta de sus acciones.

²⁶ El autor norteamericano BEBCHUK propone otra alternativa que podría producir los efectos deseados: permitir a los accionistas votar colegiadamente «aprobatoria» o «desaprobatoriamente» respecto de la OPA parcial. Si la mayoría de los accionistas vota a favor, la OPA es exitosa y todos tienen derecho a vender, incluso los que votaron en contra (obviamente con sujeción al límite máximo de adquisición ofertado por el adquirente), si así lo desean; pero si la mayoría vota no, entonces la OPA no procede y ningún accionista vende sus acciones. Nótese que, en este último caso, si el precio ofrecido era realmente atractivo, los accionistas al votar en contra perderían una buena oportunidad de vender a buen precio. De esta manera, explica Bechuk, se elimina el problema de la coerción y, al mismo tiempo, se genera incentivos para que los accionistas revelen sus verdaderas preferencias y elijan su mejor opción: si votan no porque quieren aprovechar el interés del adquirente, corren el riesgo de no vender sus acciones.

²⁷ Con esto nos referimos al concepto que todo sistema legal debe ser neutral frente a los diversos arreglos societarios o contractuales mediante los cuales puede efectuarse transacciones, a fin de que las partes seleccionen el que mejor convenga a sus intereses.

²⁸ El artículo 13 del Reglamento ya establece dicha obligación, aunque de manera muy genérica a nuestro juicio.

contraprestación a los accionistas fuera de la OPA; iii) establecer un régimen de responsabilidad por el contenido del Prospecto Informativo

similar al establecido en el Reglamento de Ofertas Públicas de Valores y sancionar drásticamente su incumplimiento.
