

¿PARA QUÉ TE QUIERO OPA? SUS PRINCIPIOS Y SUS MALENTENDIDOS*

Alberto Rebaza**

Ex miembro del Consejo Directivo de THEMIS

¿Cuáles son los principios que rigen las Ofertas Públicas de Adquisición? ¿Podría afirmarse que nuestra legislación enuncia un principio de competencia entre postores? ¿Es conveniente?

En las líneas que siguen, el autor responde a las preguntas teniendo en cuenta la realidad del mercado de valores peruano, además de indicar quiénes serían los beneficiados o perjudicados de las opciones legislativas que se tomen. Asimismo, resultan de interés las consideraciones sobre la legalidad de ciertos acuerdos contractuales que pueden obstaculizar la finalidad perseguida por una OPA.

* Con la colaboración de Juan Manuel Robles, a quien sinceramente agradezco por su participación.

** Profesor de Derecho Mercantil de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master por la Universidad de Virginia.

Creo que THEMIS de alguna manera significa el abogado que todos queremos ser. Emprendedor, reflexivo, conocedor del Derecho, ético, imaginativo, solidario y optimista. Estos valores, lamentablemente escasos en nuestra profesión, abundan en THEMIS. Basta ver las generaciones involucradas desde su inicio, tantos nombres prestigiosos, tantos esfuerzos estudiantiles, triunfos editoriales y organizativos, entusiasmo e idealismo. Es por esto que todos los que hemos pertenecido a THEMIS sentimos una profunda alegría y un sincero orgullo.

Al llegar a su número 50 de esta Segunda Época, THEMIS se consolida como una verdadera institución, y sus 40 años hacen de la Primera Época una auténtica leyenda. Felicitaciones THEMIS.

I. INTRODUCCIÓN

Una de las cosas que recuerdo con mayor nostalgia de mis años universitarios es mi época en THEMIS: aquellas reuniones de coordinación que hacíamos en distintas casas, la organización de seminarios y la revisión y edición de los artículos de las revistas... recuerdo especialmente un artículo que publicamos junto con Verónica Zavala y José Jiménez, como Grupo de Investigación de THEMIS en el número 14 titulado "Indexación" y en el que discutíamos la conveniencia de indexar las obligaciones de pagar sumas de dinero cuando los montos pactados se pulverizaban como consecuencia de la hiperinflación que azotaba al Perú en esos años. El artículo fue escrito en 1989. Ya desde esa época me deslumbraban las discusiones sobre cuestiones teóricas que tuvieran repercusiones económicas concretas y evidentes. Así comenzó a interesarme tan rápidamente el análisis económico del Derecho pues implicaba agregar a la rigurosidad del Derecho la razonabilidad económica de las decisiones individuales y colectivas, personales o empresariales. Hasta ese momento sentía que las discusiones legales estaban alejadas de la realidad de los negocios, de los asuntos empresariales y económicos con los que individuos y empresas lidian diariamente.

La hiperinflación ya es historia y esperemos que lo siga siendo. Sin embargo, ahora tenemos nuevos desafíos, muchos de ellos derivados de nuevos hechos e instituciones que tratan de perfilar una economía de mercado en nuestro país, tales como inversión extranjera, desarrollo de un mercado de capitales, listado de sociedades en la bolsa de valores y las normas que regulan su comportamiento, entre ellas las referidas a la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (en adelante, "OPA").

En este trabajo pretendo nuevamente combinar una reflexión teórica con las aplicaciones prácticas que se

derivan de las posiciones que uno puede tomar. A la vez persigo delimitar cuáles son los únicos principios que rigen la OPA y las enormes consecuencias prácticas que surgen a raíz de una correcta determinación de los mismos. Frente a la poca jurisprudencia existente con respecto de las OPAs y la poca claridad de las normas vigentes, la legalidad o no de determinados actos previos, paralelos o posteriores a una OPA deberá ser evaluada tomando en cuenta tales principios.

Desde un primer momento debemos tener en claro que lo que está en juego con la adquisición de una empresa, sea mediante compra de acciones, fusión, aporte de capital u otra estructura legal, es la toma de control de un negocio que genera un flujo de caja que, luego de pagar los costos correspondientes, resulta en ganancias y posteriormente en utilidades.

Cuando se adquiere una empresa, se adquiere el control sobre ella, sobre las decisiones más importantes que permitirán mejorar el flujo de caja, los resultados operativos, la administración, las finanzas y las operaciones técnicas de la empresa. Dicho control se materializa en el nombramiento del directorio de la sociedad, de las gerencias y en la toma de las decisiones más importantes.

De la cabal comprensión de los principios que rigen la OPA, pero también de los intereses en juego, de los beneficiados y perjudicados; dependerá el establecimiento de los parámetros para la preparación, lanzamiento, vigencia y liquidación de una OPA, de los términos y condiciones que pueda incluir, y de los deberes y obligaciones que se impone a los distintos participantes en el proceso.

II. CUESTIONES PREVIAS

1. La exigencia de una OPA para hacerse del control de una empresa, tal como ha sido regulada por el Texto Único Ordenado (en adelante, "TUO") de la Ley de Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 93-2002-EF (en adelante, "LMV") y el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión del Registro, Resolución CONASEV 630-1997-EF/94.10 (en adelante, "R. de OPAs"); implica una aproximación valorativa del legislador. Se considera que la exigencia de una OPA, en los términos establecidos por la ley, incentivará el mercado de valores, atraerá más inversionistas al capital de las empresas, generará certidumbre y seguridad jurídica entre las distintas partes involucradas en los procesos de adquisición, y equiparará a los accionistas mayoritarios y minoritarios en una relación que en principio es asimétrica. Dicha valoración es subjetiva y no impide visiones distintas sobre los costos y

beneficios que trae la exigencia de una OPA.

2. El mercado por el control de las empresas es un mercado con características similares al mercado correspondiente a cualquier producto, como automóviles, televisores o azúcar. A través de la cotización de las acciones en la Bolsa de Valores (y mediante la divulgación de los Estados Financieros y Hechos de Importancia) se envía permanentemente mensajes al mercado sobre la situación económica y financiera de las empresas ahí listadas y, por tanto, sobre la conveniencia o no de adquirir las.

Lo anterior incentiva la eficiencia en el trabajo de la administración de las empresas listadas, pues el resultado de su trabajo será público. Sin embargo, tanto los resultados favorables como los desfavorables pueden atraer compradores. En el primer caso porque se puede considerar conveniente adquirir una empresa sólida y sana desde el punto de vista financiero. En el caso de las empresas con pobres resultados, porque se puede tener confianza que una nueva administración será capaz de revertir una coyuntura desfavorable, sea por especiales conocimientos (*know how*) que el comprador tiene, o por su capacidad financiera o por las sinergias que se desarrollarían a partir de la adquisición. Asimismo, una eventual compra de la sociedad favorecería la maximización de valor para todos los accionistas más allá de lo usual durante el curso regular de la empresa (distribución de dividendos).

En otras palabras, tanto porque disminuye para los accionistas minoritarios los costos de supervisión de las labores de la administración, como por el mayor valor que resulta en caso la sociedad sea adquirida por un tercero, el listado de una empresa es favorable para el mercado. En consecuencia, la regulación de las OPAs debe coadyuvar a que esos beneficios se materialicen, sin tergiversarlos, ni reducirlos, pero tampoco sin aumentarlos más allá de lo que el legislador dispuso y la eficiencia económica aconseja.

3. Salvo por los aspectos tributarios y regulatorios sectoriales (telecomunicaciones y energía, entre otros), los términos y condiciones para la adquisición de una empresa no listada en bolsa, sólo competen a las partes del contrato. En consecuencia aspectos

tales como precio, forma de pago, acuerdos de accionistas, pueden ser pactados libremente. A tal punto lo anterior es indiscutible, que el comprador puede pagarle a un accionista una cantidad significativamente menor que a otro. A su vez, tanto el precio como cualquier otra condición de compra, pueden ser mantenidos en términos estrictamente confidenciales.

Sin embargo, en caso la empresa objeto de la adquisición tenga por lo menos una clase de acciones listada en la Bolsa de Valores, la situación cambia considerablemente puesto que la LMV y el R. de OPAs establece lo que pueden o no hacer los diferentes actores relevantes en el proceso (comprador, accionistas vendedores, órganos de la empresa a ser adquirida, accionistas minoritarios u otros potenciales compradores).

El hecho de que haya un tercero bajo especial protección por parte de la Ley, el accionista minoritario, determina que este tipo de operaciones no sean privadas y que no pueda pactarse libremente lo que deseen el comprador y el vendedor.

4. Es necesario diferenciar las OPAs hostiles de las OPAs amigables. Las OPAs amigables son aquellas en las que existe un acuerdo¹ entre el potencial comprador y los accionistas que representan la mayoría de las acciones con derecho a voto emitidas por la empresa objetivo (los que detentan el control de la empresa). Por el contrario la OPA hostil es aquella que se lanza sin el consentimiento, muchas veces incluso en contra de la voluntad, de los accionistas que detentan el control efectivo de la sociedad. Esto es posible sólo cuando dichos accionistas poseen el control de la sociedad sin contar con la mayoría de acciones, lo que suele ocurrir cuando hay una importante porción del capital atomizado entre muchos accionistas minoritarios². Estos accionistas son, en términos prácticos, inversionistas conscientes de que no pueden colocar directores en la empresa ni influenciar en la gerencia, pero que están interesados en el retorno de su acción y en su valorización bursátil a efectos de vender o comprar más acciones.
5. La OPA tiene como propósito último tomar o aumentar el control de una compañía. Dicho control sólo lo otorgan las acciones con derecho a voto o

¹ Usualmente es un contrato de compra venta de acciones que incluye declaraciones y garantías sobre la situación legal, económica y financiera de la empresa. Sin embargo, el "cierre" del contrato, es decir, el cumplimiento de las prestaciones previstas está supeditado al cumplimiento de una serie de condiciones. En este caso, la culminación exitosa de la OPA a ser lanzada por el comprador.

² Usualmente inversionistas institucionales, inversionistas individuales, o accionistas que progresivamente han sido "licuados" en la sociedad como consecuencia de sucesivos aumentos de capital.

valores que tienen vocación de convertirse en ellas, tales como certificados de suscripción preferente o bonos convertibles en acciones. Por lo tanto, las acciones de inversión no participan ni tienen derecho alguno a formar parte de las acciones a las cuales se dirige la OPA, puesto que no son relevantes para la toma de decisiones de la empresa. No otorgan derecho a voto a sus titulares en la junta general de accionistas, ni permiten votar por directores. El hecho que no sean necesarias para la conducción de la empresa, no significa que sus titulares estén impedidos de exigir que la sociedad sea conducida de acuerdo a las normas legales y sin perjudicar su legítimo interés a percibir dividendos cuando los resultados de la compañía lo permitan.

III. PRINCIPIOS QUE RIGEN LA OPA

1. Principio de transparencia en el Mercado de Valores

En términos generales, la transparencia es fundamental para los inversionistas que participan en el mercado de valores.

La transparencia reduce la asimetría entre accionistas mayoritarios y minoritarios respecto de la información disponible sobre la empresa objetivo, sobre las negociaciones de una eventual venta de una empresa y sobre sus términos y condiciones. Son el emisor y los accionistas mayoritarios quienes cuentan con la mayor información pertinente que afecte o pueda afectar la rentabilidad de las acciones, y no necesariamente tienen incentivos para poner dicha información al alcance de accionistas minoritarios y posibles inversionistas.

A fin de poder desarrollar un eficiente mercado de valores se requiere que la formación de precios sea consecuencia de la interrelación adecuadamente informada de los distintos actores relevantes que les permita optar por un valor determinado o migrar hacia otros que les resulten más favorables³.

La importancia de la información con la que cuenta un inversionista es tal, que la eficiencia de un mercado de valores se mide en función de cuán pronto se divulga la información necesaria para las decisiones de

inversión.

Para tal efecto, se ha expresado que existen tres niveles de eficiencia respecto de un valor: (i) fuerte, en la que el precio de un valor se forma con toda la información del emisor, sea pública o privada; (ii) semifuerte, en la que el precio de un valor recoge toda la información actual y pública; (iii) débil, en la cual el precio de un valor se forma con la información pasada y el mercado no está diseñado para que la información disponible fluya rápidamente.

El nivel de eficiencia semifuerte al cual apunta nuestra regulación del mercado de valores se resumiría de la siguiente manera: "... at any point in time, market prices are an unbiased forecast of future cash flows that fully reflects all publicly available information"⁴.

A fin de lograr el nivel semifuerte de eficiencia, la LMV ha proporcionado distintos mecanismos orientados a la divulgación de información pertinente⁵.

En el caso de las OPAs, la necesidad de transparencia e información es mucho mayor, al acentuarse la asimetría de información entre los actores que participan en las compras de empresas y los accionistas minoritarios, convirtiéndose estos en la "parte débil". De lo contrario, la negociación de la venta de una empresa poseerá términos y condiciones sólo conocidos por accionistas mayoritarios y su contraparte, sin posibilidad de que el resto de actores pueda proteger razonablemente sus derechos y legítimas expectativas. Sin la debida transparencia le resultaría difícil a un potencial competidor ofrecer una suma razonable y a los accionistas minoritarios decidir si les conviene vender o no.

Este interés en resolver o por lo menos reducir la debilidad del accionista minoritario se materializa en una serie de exigencias contempladas por la LMV y el R. de OPAs. Entre ellas podemos citar las siguientes:

a. El artículo 8 del R. de OPAs, dispone que el emisor se encuentra obligado a preparar un prospecto informativo que deberá contener información respecto del oferente, del precio a ser pagado

³ El precio de los valores se configura sobre la base de las expectativas que se va generando entre los inversionistas respecto del retorno futuro, ya sea a través de valores de renta variable (como las utilidades provenientes de acciones representativas del capital social de una empresa) o de renta fija (como la proveniente del rescate de un bono corporativo).

⁴ GILSON, Ronald y Bernard BLACK. "(Some of) The essentials of finance and investment". New York: The Foundation Press. 1993. p. 136.

⁵ La LMV ha impuesto como mecanismos destinados a la transparencia en el mercado de valores los siguientes: remisión de todos los hechos que sean relevantes para la toma de decisiones de inversión (*mandatory disclosure*), artículo 27 de la LMV, remisión de información financiera (es decir, estados financieros), artículo 29 de la LMV, penalización del uso directo o indirecto de la información privada del emisor, artículo 36 de la LMV.

por los valores materia de la oferta, el número máximo de valores que el oferente se compromete a adquirir, la finalidad perseguida con la adquisición y los planes respecto del emisor, entre otros.

- b. La obligación del Directorio de la empresa objetivo de emitir un pronunciamiento dentro de los 7 días siguientes a la fecha de lanzamiento de la OPA, detallando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA.
- c. CONASEV está facultada a solicitar mayor información al oferente si considera que la información contenida en el prospecto informativo no es suficiente.
- d. CONASEV está facultada a suspender la OPA, en cualquier momento, en caso detecte la presentación de información falsa, inexacta o claramente insuficiente.

Sin embargo, debemos advertir que la propia forma como está estructurada la OPA en el Perú no genera mayores incentivos para una amplia divulgación de la información vinculada a la OPA más allá del precio ofrecido.

En efecto, como sabemos el R. de OPAs establece que una OPA es sustituida por otra que afecte la misma clase y, cuanto menos, el mismo número de valores objeto de la OPA anterior; que sea presentada hasta las quince horas de cualquier día anterior al antepenúltimo día del plazo previsto para la aceptación de la OPA; y, que mejore la propuesta ofrecida por la anterior, en términos de precio o de número de valores a ser adquiridos.

Esto quiere decir que, si en una OPA, por ejemplo, se ofreció comprar el 60% de las acciones de una empresa objetivo, pero ofreciendo S/. 1.00 por acción, dicha OPA no puede ser sustituida por una segunda propuesta que ofrezca comprar sólo 51% de las acciones, pero ofreciendo S/. 1.50 por acción y además un plan de negocios que favorece la distribución de dividendos en los siguientes años.

Las condiciones indicadas con respecto de la segunda propuesta hipotética podrían ser más interesantes para un accionista minoritario que las condiciones establecidas en la OPA original, pero la regulación no permite que la segunda se constituya en una OPA competidora (por no ofrecer comprar el 60% de las acciones). Al no hacerlo, reduce los incentivos para una profunda aplicación del principio de transparencia, limitándolo básicamente a la información sobre el número de acciones que se quiere comprar y el precio

ofrecido. Esto se debe a lo siguiente:

- a. No se permite que estén vigentes dos o más OPAs simultáneamente y que los accionistas opten por aquella que más les convenga. En consecuencia no hay incentivos para que los competidores ofrezcan más información sobre sus respectivas ofertas, lo que beneficiaría para convencer a los accionistas, a los accionistas y al mercado.
- b. La competencia entre OPAs está únicamente referida al monto pagado por acción y al porcentaje accionarial a ser adquirido, por lo que la información con respecto de planes futuros de la empresa termina siendo poco relevante en términos prácticos. Esto es particularmente grave en los casos en que se compra menos del 100% de las acciones de la empresa objetivo, en donde todos los accionistas serán prorratedados al aceptar la OPA, si fuera el caso, sin tener la posibilidad de elegir vender a aquel que consideran como un mejor socio controlador en el largo plazo.
- c. Para colmo de males, el R. de OPAs le arrebató a los accionistas el dominio sobre sus decisiones con respecto de la aceptación de la OPA, estableciendo que la aceptación de una OPA se entenderá transferida a la OPA que sustituya a la inicialmente aceptada. Nuevamente se puede comprobar que las únicas dos condiciones relevantes para la LMV y el R. de OPAs son el porcentaje de acciones a ser adquirido y el precio. El resto es irrelevante e irrelevante también termina siendo la transparencia con respecto de temas que van más allá de dichas dos condiciones. Me pregunto, ¿qué sucede si los accionistas querían vender a un específico ofertante interesado sólo en el 51% de la sociedad, pero que ofrecía unos interesantes planes de desarrollo de la empresa? ¿Qué sucede si el mismo accionista no quería vender a otro postor que ofrecía un mejor precio por el mismo cincuenta y uno por ciento 51% pero que no ofrecía las mismas expectativas favorables en el mediano o largo plazo? Habría que analizar si es conveniente que la Ley se entrometa en la decisión del aceptante, al disponer que la aceptación a una específica OPA se considera transferida automáticamente a aquella OPA que la sustituya, sin necesidad de contar con la aceptación del accionista que aceptó la OPA original o incluso en contra su voluntad.

Obviamente que para evitar la transferencia automática de la aceptación a una OPA no deseada, se puede sugerir que el accionista espere hasta los últimos dos días del plazo de vigencia de la OPA,

cuando ya prácticamente no habría sorpresas sobre cuál sería la OPA vencedora⁶.

Sin embargo, una actuación como la sugerida afectaría sensiblemente la formación del precio de la acción objeto de la OPA. En efecto, una de las ventajas de una OPA es que no sólo la oferta de compra sino también las distintas aceptaciones sean públicas y se vayan comunicando a lo largo del proceso. Las aceptaciones contienen en sí mismas valiosísima información para los inversionistas sobre las ventajas de la OPA, más aún cuando dicha aceptación proviene de inversionistas institucionales que poseen los medios para hacer un análisis profundo y sofisticado, del cual se favorecen indirectamente los otros accionistas minoritarios. Nada de ello sucedería si es que todas las aceptaciones ocurren en los últimos dos días de vigencia de la OPA.

Lo anterior me lleva a la conclusión de que si bien la transparencia es un principio claramente recogido por la Ley y defendido por la CONASEV, la regulación de la OPA no contiene elementos que verdaderamente la hagan relevante más allá de la información sobre precio.

Probablemente la razón por la cual el legislador no quiso que dos o más OPAs convivieran y compitieran entre sí mediante diversas variaciones de precio, plazos, porcentajes, políticas de dividendos, etc. es la complejidad que dicho esquema tendría y la dificultad para los accionistas minoritarios de optar entre ofertas muy distintas entre sí. Es mejor, se habrá pensado, "facilitarles" las cosas reduciendo el análisis que deben hacer los accionistas (sobre todo los minoritarios) a cuestiones numéricas básicas pero, simultáneamente, limitando los alcances de su discreción.

Ésta es la primera muestra de una visión paternalista y protectora con respecto del accionista minoritario. Luego veremos otra.

2. Principio de tratamiento igualitario

La LMV persigue que los términos y condiciones ofrecidos en una OPA sean similares tanto para los accionistas mayoritarios como para los accionistas minoritarios.

Recordemos que las OPAs se lanzan cuando se pretende adquirir o incrementar participaciones significativas en una empresa listada en la Bolsa de Valores. Las participaciones significativas no tienen otra relevancia

que no sea el otorgamiento o incremento del control de una empresa. A través de la adquisición de una participación significativa de 25% del capital de una sociedad se puede obtener el control de ésta cuando su accionariado está muy difundido y desconcentrado. Con el 50% más uno, el control es total si la sociedad anónima es abierta.

El asunto relevante aquí es el control. Usualmente en el Perú, los accionistas mayoritarios detentan el control con más del 51% de las acciones y en muchos casos incluso con más del 60% para tener el control total si la sociedad anónima no es abierta. En pocos casos se detenta el control de la compañía con menos del 50%, aunque no son casos inusuales del todo.

Cuando se lanza una OPA por un paquete que otorga el control total de una sociedad, el monto ofrecido por acción es casi siempre mayor a su precio bursátil. Ese diferencial es la contraprestación por la obtención del control de la compañía a través del paquete accionario que se adquiere y es conocido como "prima de control". En efecto, el paquete accionario que pretende adquirir el comprador es valorado no sólo sobre la base de la rentabilidad que otorga a su titular, sino sobre todo porque otorga la capacidad de decidir a través de las juntas generales de accionistas, directorios y gerencias todos los asuntos relevantes de la empresa.

Sin embargo, la LMV al exigir un tratamiento igualitario al accionista minoritario y al mayoritario, configura en mi opinión un tratamiento paternalista y redistributivo a favor de un grupo y en perjuicio de otro.

En efecto, si bien es cierto que el control lo detentan los accionistas controladores y que por tanto ellos deberían beneficiarse de la cualidad especial que sus acciones poseen (otorgar control de la compañía a sus titulares) y por lo tanto deberían recibir la totalidad de la prima de control; la LMV establece algo distinto.

La LMV y el R. de OPAs ordenan que la prima de control por acción –que como dijimos anteriormente es la suma adicional por encima del valor bursátil de una acción– debe pagarse a todos los accionistas por igual. Tanto a los accionistas mayoritarios controladores de la sociedad, como a los accionistas minoritarios cuyas acciones no otorgan control alguno en la sociedad.

En otras palabras, la LMV es redistribucionista puesto que priva y retiene parte del valor del paquete accionario de los accionistas controladores para trasladarlo a los otros accionistas, a los no

controladores.

Esta es, qué duda cabe, una opción legislativa. Los autores de la LMV consideran que la distribución de la prima de control entre todos los accionistas promueve el interés de los inversionistas por el mercado de valores.

Como afirma Milton Friedman en su famosa frase "there is no free lunch" (no hay almuerzo gratis), alguien siempre termina pagando la cuenta. Claramente esta decisión legislativa, que no es además exclusividad de nuestro país sino que por el contrario está bastante extendida en Latinoamérica y en Europa, encarece considerablemente las compras de empresas.

Sobre este punto, cabe expresar, como lo menciona Sergio Salinas, que existe 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"⁷, lo cual es un sustento elemental de cualquier mercado con un funcionamiento eficiente en la asignación de recursos.

Como señalamos líneas arriba, el principio del tratamiento igualitario encarece la compra de empresas. El accionista controlador, al no poder conservar toda la prima de control por las acciones que vende, tiene dos posibilidades: lograr un aumento del precio por acción (lo que a su vez traslada doblemente el costo al comprador puesto que cualquier aumento ofrecido al accionista mayoritario deberá ser también ofrecido al minoritario), o aceptar un precio menor que satisfaga sus pretensiones mínimas.

Obviamente, no deben descartarse los casos en que ninguna de las partes esté interesada en asumir el costo adicional, en cuyo caso, la transacción no se realiza.

El principio de tratamiento igualitario está contenido en varias provisiones importantes de la LMV y del R. de OPAs:

- a. Se debe ofrecer a todos los accionistas, sin distinción, iguales condiciones en la contraprestación ofrecida.
- b. Dado que en las compras indirectas de empresas listadas a través de la adquisición de las empresas *holdings* controladoras, es posible que el precio de las acciones de la holding (que son las que efectivamente se compran) se hayan incrementado o reducido por la adquisición de activos o pasivos que sumen o resten valor a la adquisición indirecta,

la norma señala la obligación de efectuar una valorización de la empresa listada de forma tal que se asegure que el precio a ofrecerse en la OPA posterior no sea menor al que resulte de dicha valorización.

En este punto, es necesario prestar atención a ciertos aspectos usuales en la negociación de compra de empresas, tales como:

b.1 En algunos casos se adquiere junto con una empresa, algunos activos complementarios que no eran propiedad de la empresa a ser adquirida, sino de alguna empresa vinculada o de sus accionistas principales. Dichos activos suelen estar destinados al rubro principal de la empresa objetivo y no resulta de interés de sus propietarios mantenerlos en caso la empresa que los utilizaba sea transferida a terceros. Evidentemente, la preocupación del regulador se concentrará en que no se sobrevalúen los activos a ser transferidos, pero no existen razones para impedir dicha transacción pues resulta razonable que activos complementarios al negocio al que se dedica la empresa objetivo, sean adquiridos por el comprador. La necesidad de verificar que no se sobrevalúen los activos complementarios es obvia: impedir que se transfiera prima de control sin que participen de ello los accionistas minoritarios.

A su vez, muchas veces en la compra de empresas es indispensable ciertos contratos complementarios tales como: convenios de no competencia, contratos de asesoría de uno o más miembros pertenecientes al grupo vendedor. Estos tipos de acuerdo son razonables y legales a pesar de que existan contraprestaciones adicionales por ello.

b.2 Lo paradójico es que el principio de tratamiento igualitario, tal como está regulado nos lleva a una situación absurda. No solamente los accionistas minoritarios están protegidos a efectos de que reciban igual precio por acción que el mayoritario que detenta el control de la empresa, sino que incluso pueden, y de hecho así sucede en la realidad, recibir un mayor precio por acción. Esto debido a que, como se sabe, en las OPAs amigables normalmente suele negociarse previamente un contrato de compraventa de acciones en donde se incluye las acostumbradas declaraciones y garantías sobre la situación legal, económica y financiera de la sociedad, lo que va acompañado de cláusulas de ajuste de precio e indemnizaciones.

Pues bien, quienes están obligados a indemnizar al comprador en caso surja un pasivo oculto (no declarado

⁷ SALINAS, Sergio. "La Regulación el Mercado Público de Adquisiciones de Control Societario". En: THEMIS-Revista de Derecho 40. 2000. p. 99.

por el vendedor) o se determine un activo inexistente o sobrevaluado; son los accionistas que firmaron el mencionado contrato. No los minoritarios, ajenos a dicho contrato. Por tanto, sólo el accionista mayoritario-controlador que comparte la prima de control con el minoritario, es el que asume las obligaciones de indemnizar al comprador. No el minoritario. Al final, el que no controla recibe mayor prima de control que el accionista controlador.

3. Principio de competencia entre postores

Queda por determinar si nuestra legislación sobre OPAs contempla un tercer principio: competencia entre postores.

Este principio consistiría en otorgar todos los incentivos, a través de la regulación vigente, para maximizar el precio que se ofrezca en las OPAs. Para lograr dicho objetivo, el medio idóneo sería promover la aparición de OPAs competidoras⁸ que presionen por el aumento del precio ofrecido a los accionistas o que ofrezcan mejores condiciones de pago.

En este contexto, tanto los accionistas controladores como la empresa objetivo estarían impedidos de efectuar cualquier acto que pudiera afectar no sólo el desarrollo de una OPA, sino incluso el eventual surgimiento de una OPA competidora en el futuro.

Considero que este principio no existe y que, además, no debería existir. No existe porque ni la LMV ni el R. de OPAs impiden la celebración de contratos de compraventa de acciones (SPA) entre accionistas controladores y comprador, que establezcan determinadas protecciones para este último que no serán trasladados a otros competidores.

Como hemos señalado anteriormente, en estos tipos de contratos suelen haber cláusulas de declaraciones y garantías sobre la situación legal, económica y financiera de la empresa que, en caso no sean correctas generan o una indemnización al comprador o una reducción del precio pagado o a ser pagado. Esto, como puede imaginarse da una ventaja enorme y prácticamente irremontable a la parte compradora que devendrá en oferente original de la OPA. Cualquier OPA competidora no estará protegida frente a pasivos ocultos o activos sobrevaluados o inexistentes de la empresa, dado que el oferente-competidor no tendrá un pacto que la proteja frente a dichos eventos. Adicionalmente, el comprador

amigable podrá haber hecho un *due diligence*. El comprador-competidor no podría obligar a la empresa o a sus accionistas controladores a que le permitan hacer lo propio. Ésta es una segunda gran desventaja.

Otra razón por la que considero que este principio no existe es por la forma como está regulada la adquisición indirecta de empresas mediante la compra de su empresa *holding* (no listada en la Bolsa de Valores) sin que para ello se requiera de manera previa la formulación de una OPA.

De conformidad con lo establecido en el inciso a) del artículo 31 del R. de OPAs, puede adquirirse indirectamente el control de una sociedad a través de dos mecanismos:

- a. La aprobación de una reorganización societaria con otra persona jurídica que posea directa o indirectamente acciones en la sociedad objetivo (tal es el caso de, por ejemplo, la aprobación de una fusión de la sociedad que desea adquirir el control de la sociedad objetivo con otra sociedad que posea, directa o indirectamente, acciones en la sociedad objetivo).
- b. La adquisición de valores que otorguen derecho a voto de una sociedad que posea, directa o indirectamente, acciones en la sociedad objetivo (adquiriendo, por ejemplo, las acciones de una sociedad *holding* propietaria de las acciones de la sociedad objetivo).

Cualquiera de los dos mecanismos antes citados tiene como efecto que se pueda adquirir el control de la sociedad objetivo, adquiriendo desde un primer momento la mayoría accionarial de forma indirecta y, que sólo posteriormente se tenga la obligación de efectuar una OPA por las acciones remanentes.

Evidentemente con la reglamentación actual descrita en los párrafos anteriores no hay posibilidad de que haya competencia entre distintos postores y que los accionistas se “beneficien” supuestamente de un mejor precio, producto de dicha competencia.

Cabe resaltar un hecho importante que, al parecer, ha sido olvidado por nuestra legislación; la decisión del accionista mayoritario es la decisión que en términos absolutos resulta de mayor valor para todos los inversionistas de la sociedad.

⁸ De acuerdo con el artículo 17 del ROPA, se consideran ofertas competidoras a las que afectan a valores respecto de los cuales se ha formulado previamente una OPA cuyo plazo de vigencia no ha finalizado y siempre que concurren los requisitos señalados en el artículo siguiente.

En efecto, la persona que tiene los mayores incentivos para sacar el mayor valor a una sociedad es el accionista mayoritario, puesto que es éste quien asume el mayor riesgo en la empresa, detenta el control de la misma y posee el mayor número de acciones a ser vendidas. Es él quien tiene los mayores incentivos para que la transacción se traduzca en el mayor valor posible.

El accionista mayoritario tiene todos los incentivos para lograr el mayor valor posible de su inversión y negociar los términos más beneficiosos posibles, los mismos que serían ofrecidos a los accionistas minoritarios, de acuerdo con el principio de tratamiento igualitario antes mencionado. ¿Por qué habría el accionista mayoritario renunciar a un mayor precio que habría de venir de una eventual competencia entre distintos postores?

IV. EFECTOS DE UN ESCENARIO DE COMPETENCIA POR LA TOMA DE CONTROL DE UNA EMPRESA

Surge la premisa que los accionistas minoritarios estarán siempre en mejor posición en los escenarios en donde se propicie una pugna de varios postores por el control de una empresa a través de OPAs competidoras. Dicha premisa alimenta la idea de considerar que la Ley debe procurar la maximización del valor de las acciones para los minoritarios y que la mejor forma para lograr ello es allanando el camino para la aparición de OPAs competidoras, impidiendo acuerdos entre vendedores-controladores y compradores que dificulten la aparición de OPAs competidoras. No comparto esta posición por las razones que expondré en esta sección. Debo precisar, sin embargo, que estas reflexiones están referidas a casos en que la primera OPA presentada sea una OPA amigable y lo que se pretenda sea la aparición de una OPA hostil. No comparto esta posición por las razones que vienen a continuación.

1. Incremento del riesgo de cierre

La eventual aparición de OPAs competidoras incrementa el riesgo de que no pueda ejecutarse el pacto de venta de acciones celebrado entre el(los) accionista(s) mayoritario(s) y el potencial adquirente, dada la posible aparición de un competidor que ofrezca un mayor precio por las acciones.

Dicho riesgo podría desanimar a potenciales compradores que no están interesados en destinar recursos para negociar una transacción y efectuar un *due diligence*, para que al final otro postor adquiera la empresa, a pesar que esta situación no es probable por las razones esgrimidas en la sección III.3 anterior.

Ese riesgo, sin embargo, existe y podría hacer que el vendedor pierda una estupenda oportunidad de vender sus acciones. Efectivamente, el postor original puede

desalentarse al no querer efectuar una inversión en tiempo, dinero y oportunidad, sin tener la seguridad de poder lograr el objetivo deseado. Lo paradójico es que también es posible que esos postores competidores nunca lleguen. Se habrá perdido soga y cabra.

Esta búsqueda incesante de un proceso de venta en donde compitan diversos postores no es necesariamente eficiente. Piénsese en alguien que quiera vender su automóvil y que en vez de venderlo directamente a alguien que le ofrece un precio razonable, prefiere optar por efectuar una suerte de subasta pública. Dicha subasta será costosa y complicada de organizar, no asegurando necesariamente un mayor precio o que este mayor precio justifique todo el esfuerzo y gastos realizados.

Evidentemente, no debe negarse el hecho que una competencia presione hacia arriba el precio de las acciones a venderse. Sin embargo, no es cierto que dicha competencia siempre vaya a llegar y que un precio satisfactorio no pueda lograrse sin ella. Más aún cuando en este tipo de transacciones usualmente se efectúan valorizaciones de las empresas y se verifican montos pagados en transacciones similares en el mismo sector y en empresas similares.

2. Desventajas del postor-competidor frente al postor-amigable

Debemos recordar que, en caso se celebre un contrato de compra-venta de acciones entre el accionista mayoritario y el postor original en los términos ya descritos en este trabajo, dicho pacto sólo tendría efectos entre las partes del mismo y no para el competidor.

En este sentido, ninguno de los términos que benefician al postor original podrían resultarle beneficiosos al competidor, por lo que éste no tendría la posibilidad de disminuir el riesgo que significa, en caso adquiera el control de la empresa objetivo, la aparición de un pasivo oculto o un activo que resulte de un menor valor al esperado, en montos que sean significativos.

La situación anterior genera que difícilmente ante el riesgo referido, el competidor pueda ofrecer un mejor precio que el ofrecido por el postor que ha celebrado un contrato de compra de acciones, pues éste no posee dicho riesgo. Como sabemos a mayor riesgo, menor precio a pagar.

Para efectos ilustrativos la situación que se produciría es la siguiente: el postor A puede ofrecer S/.1.00 por acción, pues posee la tranquilidad de que si aparece un pasivo oculto de un millón de nuevos soles, será indemnizado de forma tal que terminará pagando S/.

0.90 por acción. Si el postor competidor ofrece S/.1.20 por acción y aparece dicho pasivo oculto de un millón, no tendrá forma para exigir una indemnización por lo que terminará pagando S/.1.20 por acción, a pesar de que la empresa quizás ya nos los valga.

V. LEGISLACIÓN COMPARADA

1. España

Las normas españolas que regulan a las ofertas públicas de adquisición son la Ley del Mercado de Valores de España, Ley 24/1988 y el Real Decreto 1197/1991 de fecha 26 de julio de 1991.

Sobre el particular, debemos resaltar que la legislación española, al igual que la peruana, ha señalado como características de la oferta competidora que ésta tenga por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y que la contraprestación ofrecida sea mejor a ésta última, ya sea elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida, o extendiendo la oferta a un número de valores superior al de la oferta precedente.

En este sentido, como podemos observar, la oferta competidora en el caso español deberá mejorar la contraprestación ofrecida u ofrecer la misma contraprestación pero a un mayor número de valores que la oferta inicial, ambos supuestos contemplados en la legislación nacional.

Asimismo, se establece que cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente.

Ahora bien, cabe resaltar que, de acuerdo con el artículo 34 del Real Decreto 1197/1991, una vez publicada la oferta competidora se pueden revocar las aceptaciones realizadas respecto de la primer oferta realizada, a fin de no sujetar la voluntad de un inversionista a una oferta sobre la cual no ha podido manifestar expresamente su decisión de aceptación.

Así pues, la norma española, permite que un inversionista pueda desistirse de transferir sus acciones, a pesar de que se le ofrezca un mejor precio, puesto que podría considerar que los planes proyectados por el postor competidor respecto de la sociedad objeto

representan un menor valor respecto de los planes proyectados por el postor original.

Sin embargo, como podemos observar, la regulación española no permite la posibilidad de que los inversionistas puedan escoger entre ofertas vigentes simultáneamente, lo cual genera todos los problemas señalados anteriormente.

2. Estados Unidos

La sección 240.13e-1 de la *Williams Act*, una ley federal dictada en 1968 que modificó la Ley del Mercado de Valores de 1934, es la norma que regula las ofertas públicas de adquisición competidoras, sin establecer requisitos que limiten su surgimiento (tales como el establecimiento de mejoras de la oferta anterior) ni sujetando la voluntad del inversionista a la nueva oferta realizada (pudiendo éste decidir entre ambas ofertas); sino, atendiendo, principalmente a la obligación de presentar información a los inversionistas.

Al respecto, cabe resaltar que dicha regulación fue establecida como para atender la necesidad de dar transparencia y publicidad a las *tender offers* (OPAs), las cuales se realizaban anteriormente sin que los inversionistas tuvieran conocimiento suficiente sobre la información relevante necesaria para una adecuada decisión respecto de la transferencia de sus acciones.

3. Argentina

La resolución General 401 de fecha 26 de Marzo de 2002, regula en su artículo 73 y siguientes la Oferta Pública de Adquisición Competidora.

Al igual que en la legislación española, cabe notar que su definición es sumamente similar a la establecida en la legislación peruana puesto que, de acuerdo con dicha norma, la oferta competidora deberá efectuarse con respecto a los mismos valores respecto de los cuales de manera total o parcial se haya lanzado previamente una oferta pública de comprar, debiendo mejorarla.

Sin embargo, señala condiciones adicionales a las dispuestas en la normativa peruana y española ya que no se acepta cualquier mejora en la contraprestación inicial, sino que la misma deberá elevar el precio o el valor de la contraprestación ofrecida en, al menos, un 5%, o deberá extender la oferta a un número de valores superior al 5% de aquella⁹.

⁹ Artículo 78.- Toda oferta competidora deberá cumplir, al menos, los siguientes requisitos: c) Mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida en al menos, un cinco por ciento (5%), o bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al cinco por ciento (5%) de aquella.

Como podemos observar, la legislación argentina ha limitado aún más la posibilidad de que se presente una oferta competidora, lo cual va en perjuicio del inversionista minoritario.

Por último cabe notar que, de acuerdo con el artículo 79¹⁰ de la referida norma argentina, y al igual que en el caso español, se puede revocar la aceptación realizada respecto de la anterior oferta a fin de que la misma no se extienda a una oferta competidora no deseada.

VI. CONCLUSIÓN

Es indiscutible la existencia de dos principios fundamentales en la reglamentación sobre OPAs: transparencia y tratamiento igualitario a los accionistas. Sin embargo, no existe un principio de

competencia que promueva la aparición de OPAs competidoras que eventualmente ofrezcan un mayor precio.

Por lo tanto, son legales los acuerdos contractuales que puedan significar obstáculos para una OPA competidora, tales como los que hemos reseñado anteriormente. Esto sin perjuicio de lo establecido por el R. de OPAs con respecto de los deberes del emisor una vez que tenga conocimiento de la eventual presentación de una OPA.

Sin embargo, tratamiento especial merece la actuación del emisor, de los accionistas controladores y de los competidores, cuando se trata de una OPA hostil, lo que será objeto de un trabajo complementario al presente artículo.

¹⁰ Artículo 79.- Una vez publicado el anuncio de la oferta de la última oferta competidora, las declaraciones de aceptación que se hubieran producido con respecto de la oferta u ofertas anteriores podrán ser revocadas en todos los casos por parte de los titulares de los valores afectados.