

## FUSIONES, ADQUISICIONES Y LA INFORMACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

**José Antonio Payet Puccio\***

*Información material. Información en reserva. Insider trading. Deber de confidencialidad. Especulaciones respecto de fusiones y adquisiciones futuras. Las cotizaciones en un mercado de valores constantemente están sujetas a distintos factores, que, en cierta medida, el emisor no puede controlar. La información respecto de las operaciones futuras de los emisores, en este contexto, determina casi siempre fluctuaciones imprevistas. La regulación nacional al respecto parece no prever todos los supuestos posibles o resulta, en muchos casos, contradictoria. El universo de problemas que plantea este tema puede llevarnos a confusiones si no contamos con los criterios adecuados.*

*En un artículo imprescindible, el autor nos muestra el actual panorama global del manejo de la información relevante en el mercado de valores, sus límites, problemática más frecuente; así como sugerentes soluciones.*

\* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Harvard. Socio del Estudio Payet, Rey & Cauvi Abogados.

El jueves 24 de mayo de 2007, Peru Copper Inc., una empresa minera "junior" cuyas acciones se negocian en la Bolsa de Valores de Toronto, en la American Stock Exchange y en el segmento de capital de riesgo de la Bolsa de Valores de Lima, anunció la celebración de "un contrato de exclusividad con un tercero para facilitar las conversaciones con el mismo en relación con una posible transacción que puede involucrar la adquisición de la compañía u otras transacciones de sustancial importancia". Añadió que el período de exclusividad terminaba el 28 de mayo de 2007, y que "no hay seguridad de llegar a un acuerdo sobre alguna transacción". Al día siguiente las acciones de Peru Copper Inc. dieron un salto en la bolsa. Al cierre de las negociaciones de ese día, Reuters informaba que "las acciones de la minera Peru Copper cerraron extraoficialmente el viernes con una alza de 11,21 por ciento en la bolsa peruana, por un acuerdo de exclusividad con un "tercero" para facilitar conversaciones hacia su posible compra". El martes 29 de mayo, Peru Copper emitió un nuevo comunicado informando que "el periodo de exclusividad que se informó anteriormente, otorgado a un tercero para facilitar las conversaciones, ha expirado sin que se alcancen acuerdos respecto a precios o a plazos". Añadió asimismo que "no hay seguridad de que pueda concretarse acuerdo alguno sobre precios o plazos con un tercero o con cualquier otro" y que "Peru Copper continúa evaluando alternativas estratégicas para maximizar el valor de participación de su Proyecto de Cobre Toromocho". Ese mismo día, Reuters informaba "Acciones de minera Peru Copper se desploman en Bolsa de Lima", señalando que a las 9:32 de la mañana la acción había caído ya un 14,21 por ciento<sup>1</sup>.

Los hechos relatados ilustran la gran importancia que tiene la información respecto de fusiones, adquisiciones y otras transacciones similares en el caso de empresas cuyas acciones se negocian en mercados públicos. La sola perspectiva de un acuerdo de venta de la compañía, o la existencia de negociaciones sobre una posible fusión, pueden determinar un cambio sustancial en las percepciones de los inversionistas sobre las acciones de la empresa y, en consecuencia, afectar

significativamente la cotización del valor. Como señalan Gao y Oler, "el anuncio de una adquisición societaria es una noticia de gran importancia que tiene un impacto significativo en el precio de las acciones de la empresa objetivo. Comparada con otras actividades corporativas, como por ejemplo anuncios recurrentes sobre utilidades, una adquisición es un evento mucho menos predecible, y todavía menos predecible es la fecha exacta del anuncio sobre la adquisición. Dado que las primas que se pagan en las adquisiciones societarias son generalmente positivas en monto importante, la anticipación y excitación alrededor de una adquisición pueden ser significativas. Hay un incentivo sustancial para que los inversionistas identifiquen empresas objeto de adquisiciones y tomen posiciones largas en sus acciones antes del anuncio (...) "<sup>2</sup>.

La gran importancia que este tipo de transacciones tiene normalmente en el precio de los valores de una empresa subraya el carácter "material" que la información respecto de ellas revestirá usualmente. Por otro lado, el hecho de que las fusiones o adquisiciones sean con frecuencia el resultado de un proceso largo, complejo y plagado de incertidumbres, plantea la difícil cuestión de determinar en qué momento existe un grado de probabilidad tal de una operación concreta que la información respecto de ella adquiera relevancia desde el punto de vista regulatorio. También es necesario tener en cuenta la confidencialidad que muchas veces es requisito para la exitosa concreción de una operación de adquisición o venta de una empresa y los peligros que puede traer la revelación prematura de información. A la misma vez, la existencia de información material no revelada genera el riesgo de una utilización indebida, con las consecuencias que se atribuyen normativamente al "*insider trading*". Todo ello presenta una compleja problemática desde el punto de vista de la regulación del mercado de valores.

La información, su calificación, posesión, uso y revelación, es el objeto fundamental de la regulación del mercado de valores. Por ello, se comprende fácilmente la trascendencia que la información sobre operaciones de fusión o

<sup>1</sup> El 11 de junio, Peru Copper Inc. anunció que había celebrado un acuerdo definitivo con Aluminum Corporation of China mediante el cual ésta última se comprometía, sujeto a ciertos términos y condiciones, a efectuar una oferta para comprar el 100% de las acciones de Peru Copper Inc., a un precio de \$ 6.60 por acción, precio que representa una prima de 21% con respecto de la cotización promedio ponderada de los veinte días de rueda anteriores al 23 de mayo de 2007.

<sup>2</sup> GAO, Yuan y Derek OLER. "Trading in target stocks before takeover announcements". Consultado en: [www.indiana.edu/~aisdept/people/files/Oler/takeover%20Oct%2026\\_04\\_withident.pdf](http://www.indiana.edu/~aisdept/people/files/Oler/takeover%20Oct%2026_04_withident.pdf).

adquisición societaria tiene desde el punto de vista regulatorio. En este artículo abordaré algunas de las principales cuestiones que, desde el punto de vista de la regulación de la información en el mercado de valores, se plantean respecto de la información sobre las fusiones y adquisiciones. Para ello repasaré en primer lugar brevemente el proceso que habitualmente siguen las operaciones de adquisición o venta de empresas, para luego abordar los conceptos o conjuntos normativos fundamentales en el contexto de las operaciones de fusión o adquisición: el concepto de materialidad, la obligación de informar, la prohibición del *insider trading*, y los requisitos para que se configure la responsabilidad. Finalmente, discutiré algunos aspectos particulares que se dan en operaciones que se realizan por medio de, o dan lugar a, una oferta pública de adquisición.

## I. EL PROCESO DE FUSIÓN, ADQUISICIÓN O VENTA

Normalmente, la adquisición, venta o fusión de una empresa es el resultado de un proceso largo y complejo, en el que con frecuencia no existe la seguridad plena de que la operación se vaya a realizar hasta el momento de la consumación o cierre. Estos procesos tienen múltiples variaciones, hasta el punto tal en que puede decirse que nunca hay una operación igual que otra. No obstante, para efectos de analizar las consecuencias jurídicas de la información sobre estos procesos, puede resultar útil describir las etapas del proceso que usualmente se sigue, sin dejar de advertir que, como está dicho, hay múltiples patrones y secuencias, y una operación puede desviarse fácilmente de la secuencia habitual.

Generalmente, el proceso se inicia con el interés de una persona o grupo de personas por comprar, vender o buscar una combinación de empresas. Este interés puede darse al nivel de una sociedad listada (por ejemplo, si dicha sociedad está explorando la posibilidad de adquirir el control de otra), como de sus principales accionistas (por ejemplo, si éstos deciden analizar la posibilidad de vender sus acciones a un tercero). La distinción es relevante pues generalmente la obligación de informar al mercado pesa sobre la sociedad emisora y no sobre sus accionistas.

El interés por comprar o vender implica, en primer lugar, una labor de estudio o análisis que requiere el concurso de personas dentro o fuera de la empresa. La determinación del valor al que una empresa se puede comprar o vender, por ejemplo,

exige la aplicación de conocimientos de valorización que con frecuencia hacen necesaria la asistencia de firmas especializadas. Lo mismo ocurre con la identificación de quiénes son los potenciales interesados en la adquisición o venta, no sólo a nivel nacional sino internacional. Por esta razón, usualmente los asesores financieros del vendedor o comprador se involucran en la operación casi desde el primer momento. De hecho, en no pocos casos son ellos los que tienen la iniciativa de identificar una oportunidad y plantearla a los potenciales interesados. Existen también cuestiones legales que pueden resultar vitales para analizar la viabilidad y costos de una operación desde una etapa preliminar, tales como la existencia de un régimen antimonopolios que limite las concentraciones empresariales, el tratamiento fiscal de la operación, así como la normativa del mercado de valores. Todo ello obliga frecuentemente a involucrar a asesores legales especializados desde la etapa de planificación de la operación. Así pues, en un momento relativamente temprano del proceso, la persona o entidad interesada en comprar o vender involucra a terceros que adquieren conocimiento del proyecto. Naturalmente, a estas alturas la información es altamente confidencial y usualmente se adoptan las medidas necesarias para reguardar la reserva: es común suscribir acuerdos de confidencialidad con los asesores, usar claves para designar las partes de la operación y restringir el número de personas que adquieren conocimiento del proyecto y el nivel de información al que acceden a lo estrictamente necesario para la finalidad que se busca.

En algún momento se identifica a las posibles contrapartes y se entabla contacto con ellas para explorar la posibilidad de una transacción. El tipo de contacto y el nivel de información respecto de la posible venta pueden variar significativamente de un caso a otro. Por ejemplo, si una empresa tiene interés en adquirir a un competidor importante, seguramente se aproximará únicamente a éste y lo hará de una forma absolutamente reservada y confidencial. En este tipo de casos, la sensibilidad de la operación puede ser tal, desde el punto de vista regulatorio o de la posible interferencia de otros competidores en ella, que la confidencialidad resulta absolutamente indispensable. Un caso relativamente reciente que es bastante ilustrativo es la adquisición de la Administradora de Fondo de Pensiones Unión Vida por Prima AFP. Según información obtenida de la página web de la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y

Valores (en adelante, "CONASEV")<sup>3</sup>, el 21 de julio de 2006, un viernes, el directorio de Prima autorizó la compra del 99,9% de las acciones de Union Vida. En la misma fecha, Prima reportó esta información a CONASEV como un hecho reservado. Luego del fin de semana, el lunes 24 de julio de 2006, se firmó el contrato de compraventa definitivo y se anunció públicamente la operación. Es posible que hayan existido conversaciones antes del 21 de julio de 2006 –por ejemplo entre los accionistas principales de Prima y Unión Vida, que eran sociedades no listadas y por lo tanto sin obligación de informar hechos de importancia– pero éstas seguramente se mantuvieron en reserva para no poner en peligro la operación.

En cambio, si una empresa decide simplemente vender una determinada línea de negocios, probablemente otorgará un mandato a un banco de inversión para identificar y contactar a varios potenciales interesados y llevar a cabo un concurso privado entre ellos. En este tipo de casos es más difícil proteger la confidencialidad de la información y no es inusual que exista información pública sobre la intención de venta bastante antes de que la transacción haya llegado a concretarse. Por ejemplo, en enero de 2007 un analista de Buckingham Research Group anunció que McDonalds Corporation podría vender sus operaciones en Brazil, Argentina y otros mercados de Latinoamérica. Según reporta Bloomberg, una representante de McDonalds, consultada sobre la noticia, señaló que la venta de restaurantes a licenciarios en desarrollo es "un proceso en marcha y sería prematuro e inapropiado especular sobre detalles potenciales." Añadió que el proceso involucraba aproximadamente 2,300 restaurantes "incluyendo algunos en América Latina"<sup>4</sup>. El 20 de abril de 2007 McDonalds anunció que había celebrado un acuerdo para franquiciar cerca de 1,600 restaurantes existentes en América Latina a una organización de desarrollo de licencias<sup>5</sup>.

El inicio de las conversaciones entre las potenciales partes de la transacción añade aún mayor complejidad a los problemas relacionados con el manejo de la información. Por una parte, es necesario garantizar que la parte a la que uno ha contactado no divulgará la información, lo que podría ser contraproducente para las posibilidades

de éxito de la operación e incluso dañar al oferente. Por otro lado, el contacto con la potencial contraparte implica también el posible intercambio entre las partes de información no pública destinada a permitir la evaluación de una posible compraventa. Por ejemplo, en el caso de un concurso privado no es inusual que el vendedor entregue a los potenciales interesados un memorando informativo confidencial, así como otra información destinada a permitirles analizar la oportunidad de inversión que se les ofrece. En este sentido, es prácticamente una regla sin excepciones que en esta etapa se celebren acuerdos de confidencialidad destinados a proteger la reserva de la información sobre las conversaciones y la que se intercambiaba a causa de ellas. Es también posible que se celebre un acuerdo de exclusividad que limite las posibilidades de que una de las partes (o ambas) busquen a otro interesado en una operación similar. Este puede ser también el momento en el que se comience a estructurar el posible financiamiento de una oferta, lo que implica involucrar a uno o más bancos. Ello implica, a su vez, a los asesores financieros y legales de los nuevos interesados en la operación, así como el incremento de los riesgos de filtración de información. Todo esto en un contexto en el que es posible –y cada vez más frecuente– que las partes sean de distintos países y estén sujetos a distintos regímenes legales en materia de información, lo que vuelve más compleja aún la problemática.

La realización o recepción de una oferta, el inicio de conversaciones, la celebración de acuerdos de confidencialidad o de exclusividad; o la realización de algún nivel de *due diligence*, constituyen hitos en los cuáles se plantea la cuestión de si es necesario divulgar información al mercado o si surge alguna obligación adicional relacionada con la regulación de los mercados de valores. Surgen también, a medida que se hace más concreta la posibilidad de una operación, las preocupaciones relacionadas con el *insider trading*.

Es frecuente que en el desarrollo de las negociaciones se alcance un punto en el cual queden definidos los aspectos fundamentales de la operación que se plantea realizar: precio, estructura, plazo y condiciones. En este momento frecuentemente se documenta el acuerdo

<sup>3</sup> Ver: [www.conasev.gob.pe](http://www.conasev.gob.pe).

<sup>4</sup> "McDonalds may sell Latin restaurants, analyst says" (Update 2). Consultado en: [www.bloomberg.com/apps/news](http://www.bloomberg.com/apps/news).

<sup>5</sup> "McDonalds Press Release – 4/20/2007". Consultado en: [www.mcdonalds.com/corp/news/corppr/2007](http://www.mcdonalds.com/corp/news/corppr/2007).

alcanzado en principio a través de un memorando de entendimiento o carta de intención. El grado de vinculación jurídica que producen estos documentos puede ser diferente en cada caso. En algunas situaciones se pacta expresamente que el acuerdo no será vinculante salvo, por ejemplo, en aspectos accesorios como las obligaciones de confidencialidad o la sumisión jurisdiccional, por lo que respecto de la esencia de la operación, el acuerdo constituye meramente un compromiso moral. En otros casos, el acuerdo es plenamente vinculante y constituye un contrato preparatorio. La celebración de este tipo de acuerdos es especialmente frecuente en los casos en los que se requiere documentación relativamente compleja para formalizar la operación, o existen actos que deben realizarse previamente a la celebración de un contrato definitivo. Por ejemplo, un acuerdo de intención vinculante puede ser un requisito exigido por un vendedor potencial antes de permitir una revisión de información que considera sensible o el acceso a sus instalaciones o a su personal en un *due diligence*.

Con o sin memorando de entendimiento previo, una transacción exitosa llega siempre al momento de celebración de los contratos definitivos. En ellos se establece con todo detalle el contenido de los acuerdos alcanzados y las obligaciones y derechos de las partes con respecto a la operación. Con frecuencia, la celebración de estos contratos no implica por sí misma la consumación de la operación, y la ejecución de las prestaciones principales previstas en ellos —normalmente, la transferencia de las acciones de la sociedad objeto de la venta y el pago de la contraprestación pactada— se encuentra sujeta al previo cumplimiento de ciertas condiciones suspensivas, tales como la autorización de alguna entidad gubernamental o la exclusión de ciertos activos y/o pasivos de la empresa adquirida. Sin embargo, a partir del momento de la celebración de estos contratos, ambas partes quedan jurídicamente obligadas a consumir la operación, siempre que ocurran (o no ocurran) ciertos hechos que no dependen exclusivamente de su voluntad. Así, pues, el nivel de incertidumbre respecto de la consumación de la transacción definitiva resulta bastante más acotado, en estos momentos, que en las etapas anteriores del proceso. Cumplidas las condiciones suspensivas se procede, entonces, al cierre de la operación, lo que implica esencialmente la transferencia de la propiedad y el

control sobre la empresa al adquirente y el pago del precio en la forma convenida. A partir de este momento se está ante una transacción consumada. Normalmente, a estas alturas una transacción significativa que involucre una empresa obligada a divulgar información habrá ya sido revelada al mercado.

En caso que la sociedad adquirida haya tenido acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, es posible que la operación haya tenido que consumarse a través de una oferta pública de adquisición (en adelante, "OPA"), sea por un imperativo práctico, habida cuenta del grado de dispersión del accionariado, o por razones legales, en caso que las normas aplicables establezcan un régimen de OPA previo. En otros casos, será posible que deba realizarse una OPA luego de la consumación de la adquisición. En todo caso, la realización de la OPA introduce complejidades adicionales en función de la normativa especial aplicable a la información sobre este tipo de operaciones.

En este artículo intento establecer algunos criterios para responder a las preguntas fundamentales que surgen, desde el punto de vista de la regulación de la información en el mercado de valores, en los procesos de adquisición o venta de empresas: ¿Qué información es relevante para efectos legales? ¿Cuándo es necesario divulgarla? ¿Qué consecuencias normativas derivan de la existencia de la información? Subrayo que no pretendo dar respuestas concretas y definitivas a las interrogantes planteadas, pues el propósito del artículo es simplemente explorar conceptos que puedan servir para contextualizar estas preguntas y establecer criterios para responderlas en las circunstancias de cada caso concreto.

## II. ¿QUÉ INFORMACIÓN ES RELEVANTE? EL CONCEPTO DE MATERIALIDAD EN EL MERCADO DE VALORES

La finalidad esencial del derecho del mercado de valores es asegurar que los agentes económicos cuenten con acceso a la información relevante para adoptar decisiones de inversión adecuadamente informadas y que los mercados de valores operen en forma transparente<sup>6</sup>. Las razones principales que justifican la regulación son harto conocidas: la asimetría informativa que existe entre los

<sup>6</sup> Ver: GOZHEN, Zohar y Gideon PARCHIOMSKY. "The essential role of securities regulation". Consultado en: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

emisores y los inversionistas, el carácter de “bien público” de la información que dificulta que sea provista espontáneamente por los agentes privados y la gran importancia que tiene el mercado de capitales para el interés general, habida cuenta de su función de asignación de recursos en la economía<sup>7</sup>.

En este contexto, interesan particularmente dos de los mecanismos que utiliza la regulación del mercado de valores para promover la eficiencia, transparencia e integridad del mercado: la obligación de divulgar la información material sobre sus negocios o valores, que pesa sobre los emisores, y la prohibición de utilizar información material no revelada, que vincula a los *insiders* y a ciertas otras personas. Ambas instituciones no son más que dos caras de la misma moneda, consecuencias jurídicas de un mismo hecho, que es la existencia de información relevante o material. La información material que posee el emisor debe, en ciertas circunstancias, ser revelada al mercado. Y mientras no sea revelada, ciertas personas, en función de la relación que tengan con el emisor o por otras razones, deben abstenerse de revelar o utilizar dicha información en el mercado de valores.

El concepto central que subyace ambas instituciones es el de “materialidad” de la información. La información que es relevante para efectos de la regulación del mercado de valores –en particular, para efectos de la obligación de informar y de la prohibición del *insider trading*– es la información material. La palabra materialidad, utilizada en este sentido, es un anglicismo<sup>8</sup> y hace referencia a la información que es relevante para la decisión del inversionista. Se trata, pues, de un concepto de carácter instrumental que permite “filtrar” la información que requiere ser revelada y que da lugar a la aplicación de la prohibición del *insider trading*, de aquella información que no requiere revelación y que no impide a los *insiders* transar sobre la base de ella. La utilidad de este concepto es evidente, pues ya que la regulación del mercado de valores persigue dar a los agentes

económicos la posibilidad de adoptar decisiones de inversión con la información relevante, es esta información, la relevante o material, la que debe ser puesta a disposición y no la información trivial o intrascendente.

El requisito de materialidad está presente en forma general en la normativa del mercado de valores a nivel comparado. Por ejemplo, la sección 11 de la Securities Act de 1933 de los Estados Unidos de América, que regula fundamentalmente la colocación pública de valores, establece la responsabilidad del emisor y ciertas otras personas “en caso que el *registration statement*, en el momento que adquirió efectividad, hubiera contenido una afirmación falsa sobre un hecho material u omitido mencionar un hecho material cuya mención era necesaria a fin de que lo allí señalado no fuese engañoso”. Asimismo, la Regla 10b 5 promulgada por la Securities and Exchange Commission (en adelante, “SEC”), bajo la Securities Exchange Act de 1934, señala que es ilegal “efectuar cualquier afirmación falsa de un hecho material u omitir señalar un hecho material necesario a fin de que las afirmaciones realizadas, en las circunstancias en las que fueron hechas, no resulten engañosas”, con relación a la compra o la venta de cualquier valor mobiliario<sup>9</sup>.

La Corte Suprema de los Estados Unidos definió el concepto de materialidad para efectos de la regulación federal del mercado de valores en el caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>10</sup>, estableciendo un estándar que se ha aplicado reiteradamente y que ha resultado tremendamente influyente en el derecho comparado. En el caso, el accionista principal de TSC Industries, Inc. (en adelante, “TSC”) había vendido su participación a National Industries Inc. (en adelante, “National”), lo que esencialmente habría permitido a National adquirir el control de TSC. Luego de ello, el directorio de TSC había acordado proponer a su junta de accionistas transferir todos los activos de TSC a National y liquidar la sociedad, a cambio de acciones preferentes de National que se entregarían a los

<sup>7</sup> Ver: PAYET, José Antonio. “Razones para regular el mercado de valores”. En: THEMIS-Revista de Derecho 33. 1996. p. 93.

<sup>8</sup> Para el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, “materialidad” es la cualidad de material, la superficie exterior o el sonido de las palabras.

<sup>9</sup> La Regla 10b-5, expedida por la SEC de acuerdo con la Sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934, es una de las piezas fundamentales de la regulación federal del mercado de valores en los Estados Unidos. La Regla 10b-5 señala: “It shall be unlawful for any person directly or indirectly, by the use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any persons, in connection with the purchase or sale of any security”.

<sup>10</sup> 426 U.S. 438.

accionistas de TSC. TSC y National circularon a sus accionistas una propuesta conjunta, luego de lo cual las respectivas juntas generales aprobaron la transacción. El demandante, accionista de TSC, argumentaba que la documentación circulada para efectos de la votación en junta omitía revelar información material respecto del grado de control que tenía National sobre TSC, en violación de la regla 14a-9 emitida por la SEC. Dicha regla prohíbe que una solicitud de poder para voto enviada a un accionista contenga información falsa o engañosa sobre un hecho material u omite información sobre un hecho material necesaria para evitar que la información contenida en el documento resulte falsa o engañosa<sup>11</sup>.

La Corte señaló que la información omitida no era material debido a que no se había demostrado que existía una probabilidad sustancial de que hubiera asumido una importancia significativa en la decisión de un inversionista razonable sobre cómo votar en la junta. Indicó al respecto: “(u)n hecho omitido es material si hay una probabilidad sustancial de que un accionista razonable lo consideraría importante en decidir cómo votar. (...) No se requiere probar que exista una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido hubiera causado que el accionista razonable cambie su voto. Lo que el estándar sí contempla es una demostración de que, bajo todas las circunstancias, el hecho omitido hubiera asumido un significado real en las deliberaciones del accionista razonable. Puesto de otra manera, debe haber una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido hubiera sido vista por el inversionista razonable como algo que hubiera cambiado significativamente la “mezcla total” de información puesta a disposición”.

El concepto de materialidad ha sido recogido de distintas maneras en el derecho comparado y en los requisitos de listados de distintas bolsas de valores que se refieren a la obligación de informar o a la definición de información privilegiada, pero su raigambre en los conceptos definidos por la

Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso TSC es siempre perceptible.

En este sentido, por ejemplo, en el artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)<sup>12</sup> (en adelante, “la Directiva 2003/6/CE”) se define información privilegiada como “la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”. Las normas de aplicación de esta directiva, contenidas en la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, del 22 de diciembre de 2003<sup>13</sup> (en adelante, “la Directiva 2003/124/CE”), evidencian que dicha información es precisamente la que sería considerada por un inversionista razonable como importante para definir su decisión de inversión: “A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”. En Australia, la definición de materialidad está establecida en la sección 677 de la Australian Corporations Act, que señala que es material aquella información que “influiría o probablemente influiría a las personas que comúnmente invierten en valores a decidir si comprar o vender los valores en cuestión”.

El concepto de materialidad no está ausente en la legislación peruana. Así, en el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores<sup>14</sup> (en adelante, “LMV”),

<sup>11</sup> La Regla 14a-9, expedida por la Securities and Exchange Commission, que regula la información contenida en las solicitudes de poderes que se envían a accionistas, señala: “No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statement, form of proxy, notice of meeting or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading”.

<sup>12</sup> Diario Oficial de la Unión Europea de fecha 12 de abril de 2003. p. L 96/16.

<sup>13</sup> Directiva 2003/124/CE de la Comisión, del 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/66 CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado, artículo 1, punto 1. Diario Oficial de la Unión Europea. 24 de diciembre de 2003. L339/71.

<sup>14</sup> Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF.

al establecerse la obligación de todo emisor de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de divulgar sus hechos de importancia, se señala que “la importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor”. El entroncamiento con la jurisprudencia norteamericana es evidente. La otra cara de la definición está contenida, en la ley peruana, en la sección sobre información privilegiada. Así, el artículo 40 de la LMV establece que se entiende por información privilegiada “cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios, o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos (...)”<sup>15</sup>.

El hecho de que el legislador nacional haya fraccionado la definición de información material, colocando una parte de ella en el artículo 28, referido a la obligación de revelar los hechos de importancia, y la otra parte en el artículo 40, sobre información privilegiada, no implica que los conceptos que subyacen ambas disposiciones sean diferentes. La información que es susceptible de influir en el precio de un valor (artículo 40 de la LMV) lo es porque sería considerada importante por un inversionista sensato al adoptar una decisión de inversión (artículo 28 de la LMV). Existe una conexión lógica entre ambos elementos que hace que en realidad el distinto fraseo se refiera simplemente a dos facetas o maneras de describir una misma realidad. Es por ello que el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores de España define la información relevante como “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda

influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”<sup>16</sup>. Es por esa razón también que en la Directiva 2003/6/CE, la obligación de proveer información continua al mercado se establece con base en la definición de información privilegiada: “Los Estados miembros garantizarán que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores”.

Es importante subrayar, como lo hizo la Corte Suprema de los Estados Unidos, que no basta una mera posibilidad de que la información sea considerada relevante para que pueda considerarse material. Se requiere una probabilidad sustancial. Este elemento está recogido en la legislación europea a través del requisito de “precisión” que debe tener la información. Dice la Directiva 2003/124/CE que “se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias sobre los precios (...)”.

En suma, el análisis de materialidad es una cuestión fundamentalmente fáctica que implica aplicar una fórmula o estándar legal a los hechos y circunstancias de cada caso. No es una cuestión meramente cuantitativa –en la que pueda considerarse que hechos que determinan una afectación de determinada magnitud son automáticamente materiales– sino que implica también la consideración de factores cualitativos y, en general, del conjunto de circunstancias que rodean a cada empresa en cada momento<sup>17</sup>. Sin embargo, en función de los criterios desarrollados

<sup>15</sup> El concepto de materialidad resulta bastante distorsionado en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones, aprobado por Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10, el cual señala que se consideran hechos de importancia “los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico”, “la información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV” y “en general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos”. Dado que las disposiciones reglamentarias no pueden validamente transgredir ni desnaturalizar la ley, sólo cabe concluir que los hechos mencionados en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia tendrán el carácter de hechos de importancia en la medida que exista una probabilidad sustancial de que puedan ejercer influencia en la decisión de un inversionista sensato de invertir o no en el valor.

<sup>16</sup> El texto del artículo 82 fue modificado para adaptarlo a las directivas europeas en materia de abuso del mercado. Ley 6/2007, del 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Boletín Oficial del Estado de 13 de abril de 2007. El subrayado en la cita es agregado.

<sup>17</sup> Es por ello que en 1999 la SEC rechazó expresamente cualquier formulación del estándar de materialidad basada sobre fórmulas porcentuales. Ver: SEC Staff Accounting Bulletin 99 - Materiality. 17 CFR Part 211.

en el derecho comparado, cabe observar que los componentes centrales del estándar de materialidad son:

- El inversionista razonable. El análisis debe realizarse desde el punto de vista de un inversionista sensato, es decir del modelo abstracto de una persona que actúa razonablemente en función de las circunstancias. Interesa destacar que el estándar del inversionista sensato implica el de una persona con experiencia y conocimiento en materia de inversiones. Es por ello que la Corporations Act Australiana ha cuidado de definir la materialidad con base en el criterio de una persona que habitualmente invierte en valores.
- Efecto potencial en la decisión de inversión o en los precios. Para que la información sea relevante debe existir una probabilidad sustancial de que el inversionista sensato considere que, de contar con ella, se habría alterado significativamente el conjunto de información relevante para una decisión de inversión. Se trata, en consecuencia, de información con una relevancia o trascendencia especial, que si bien no resulta necesariamente determinante en el cambio de la decisión de inversión, sí asume un papel significativo en ello. Por esta misma razón, es información capaz de influir en el precio del valor.

Las dos caras de la definición son, como se ha visto, prácticamente sinónimos, pues la información capaz de influir en los precios es precisamente aquella que un inversionista sensato consideraría importante al momento de adoptar una decisión de inversión sobre el valor.

- Probabilidad sustancial. Para que la información sea material debe existir una "probabilidad sustancial" de que ésta sea de real relevante para la decisión de inversión. No basta que una mera posibilidad, sino que se requiere un grado mayor de certidumbre respecto de la relevancia de la información. De hecho, en la decisión del caso TSC, la Corte señaló expresamente que rechazaba la formulación basada en una mera posibilidad

("un hecho que un inversionista razonable podría considerar importante") y exigió un grado mayor de probabilidad de influencia en la decisión de inversión.

Una guía bastante ilustrativa para la determinación de la materialidad es la descripción de lo que las Disclosure Rules and Transparency Rules (en adelante, "DTR") expedidas por la Financial Services Authority del Reino Unido (en adelante, "FSA") llaman "test" del inversionista razonable ("*reasonable investor test*"). Señalan las DTR: "El test del inversionista razonable requiere que un emisor: (1) tome en cuenta que la relevancia de la información en cuestión variará significativamente de emisor a emisor, dependiendo de una variedad de factores tales como el tamaño del emisor, desarrollos recientes y el sentimiento del mercado respecto del emisor y el mercado en que opera; y (2) asuma que el inversionista razonable tomará decisiones de inversión relacionadas al instrumento financiero relevante a fin de maximizar su interés económico". Las DTR continúan indicando que "(n)o es posible prescribir cómo el test del inversionista razonable se aplicará en todas las situaciones posibles. Cualquier evaluación debe tener en consideración el impacto anticipado de la información a la luz de la totalidad de las actividades del emisor, la confiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado susceptibles de afectar el instrumento financiero relevante en las circunstancias del caso. Sin embargo, la información que probablemente sea considerada relevante para la decisión de inversión de un inversionista razonable incluye la información que afecte: (1) los activos y pasivos del emisor; (2) el desempeño o las perspectivas de desempeño de los negocios del emisor; (3) la condición financiera del emisor; (3) el curso de los negocios del emisor; (4) nuevos desarrollos importantes en los negocios del emisor, o; (5) información previamente revelada al mercado". Añaden finalmente que la determinación de si existe materialidad corresponde inicialmente al emisor: "El emisor y sus asesores tienen la mejor posición para hacer una determinación inicial sobre si determinada información constituye información privilegiada ("*inside information*")"<sup>18</sup>.

Cabe indicar que el concepto de materialidad resulta bastante distorsionado y tratado de forma

<sup>18</sup> Al igual que en otros países de la Unión Europea, en el Reino Unido se asimila la información privilegiada con la información material no revelada, conforme al criterio contenido en la Directiva 2003/6/CE.

muy poco técnica en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones<sup>19</sup> (en adelante, “el Reglamento de Hechos de Importancia”), el cual señala que se consideran hechos de importancia “los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que conforman su grupo económico”, “la información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de los valores inscritos en el RPMV” y “en general, la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse una opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como de los valores emitidos”. Esta definición prescinde del concepto de materialidad tal como es definido en la LMV y en el derecho comparado y parece comprender como hechos de importancia hechos o circunstancias que no revisten materialidad. Sin embargo, dado que las disposiciones reglamentarias no pueden válidamente transgredir ni desnaturalizar la ley, sólo cabe concluir que los hechos mencionados en el artículo 4 del Reglamento de Hechos de Importancia tendrán el carácter de verdaderos hechos de importancia únicamente en la medida que exista una probabilidad sustancial de que puedan ejercer influencia en la decisión de un inversionista sensato de invertir o no en el valor, es decir si revisten materialidad.

#### a. El concepto de materialidad en las fusiones y adquisiciones

Como señalamos anteriormente, una fusión o adquisición normalmente es una operación de importancia significativa para una empresa y es, por ello, susceptible de afectar el precio de los valores emitidos por ella. Por esta razón, la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos, al analizar el concepto de materialidad con el propósito de determinar la existencia de revelación selectiva (ver más adelante sección III.E), señala entre los eventos que tienen mayor probabilidad de ser considerados materiales a las fusiones, adquisiciones, ofertas públicas de

adquisición y *joint ventures*, así como a los cambios de control o administración del emisor<sup>20</sup>. Estas operaciones no son materiales por sí mismas, pero, habida cuenta de la importancia que normalmente tienen, es más probable que se considere que revisten materialidad. Es importante tener presente, sin embargo, que la importancia de esas operaciones depende también del tamaño relativo de las empresas involucradas. Un criterio que ejemplifica este hecho es la definición que hace la SEC de lo que constituye una adquisición significativa que requiere ser reportada en la Forma 8-K. La adquisición de una empresa no listada debe ser reportada bajo este formulario si las inversiones de la adquirente en la adquirida exceden el 10% de los activos totales del adquirente, o si los activos de la adquirida representan al menos 10% del total de los activos de la adquirente, o si los ingresos que la compañía deriva de la subsidiaria representan al menos el 10% del total de sus ingresos<sup>21</sup>. En estos supuestos, la información sobre la adquisición podrá ser material para la adquirida, pero no para la adquirente.

Lo que complica más el juicio de materialidad en el caso de las fusiones o adquisiciones es el hecho de que éstas no sean operaciones que se concreten en forma instantánea, sino que sean el resultado de procesos más o menos largos, en los que existe un grado importante de incertidumbre respecto del resultado concreto. Por lo tanto, hasta que la operación en sí se consume, lo que existe es una posibilidad, mayor o menor, de que finalmente se lleve a cabo una transacción en particular. Como dice Robert Bruner, “las negociaciones sobre una fusión son altamente materiales para cualquier empresa objetivo. Sin embargo, pueden no ser muy importantes para los inversionistas si la fusión no es probable”<sup>22</sup>.

La decisión que define la aplicación del estándar de materialidad del caso TSC a las fusiones y adquisiciones es la adoptada por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *Basic Inc. v. Levinson*<sup>23</sup>. En diciembre de 1978 Combustion Engineering, Inc. y Basic, Inc. (en adelante, “Combustion” y “Basic” respectivamente) acor-

<sup>19</sup> Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10.

<sup>20</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, Release Notes 33-7881. 34-43154. IC-24599. File S7-31-99. Consultado en: [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>21</sup> Ver: 17 C.F.R S 210.1-02 (w)

<sup>22</sup> Bruner, Robert F. “M&A guide to rules of the road: securities law, issuance process, disclosure and insider trading”. p. 8. Consultado en: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>23</sup> 485 U.S. 224 (1988).

daron fusionarse. Durante los dos años precedentes, representantes de ambas compañías habían tenido varias reuniones y conversaciones respecto de una posible fusión. En este período, representantes de Basic hicieron tres comunicados públicos negando que hubiese negociaciones para una fusión o que supieran de cualquier desarrollo corporativo que explicara el intenso nivel de transacciones sobre sus acciones. Los demandantes, accionistas de Basic que vendieron sus acciones entre la fecha del primer comunicado de Basic negando que hubiese negociaciones sobre una fusión y la fecha en que se suspendió la negociación del valor justo antes del anuncio de la fusión, alegaban que habían sido afectados al vender sus acciones a precios deprimidos artificialmente por los comunicados de Basic, a los que acusaban de ser falsos o engañosos en violación de la Regla 10b-5<sup>24</sup>.

La Corte señaló que, igual que en otros casos en los que la información se refiere a hechos futuros cuya ocurrencia es incierta, "la materialidad depende de la probabilidad de que la transacción vaya a ser consumada, y su trascendencia para el emisor de los valores. La materialidad depende de los hechos y, por tanto, debe ser determinada caso por caso". La Corte señaló también que "en general, a fin de establecer la probabilidad de que un evento ocurra, uno requeriría examinar si hay indicios de interés en la transacción en los niveles más altos de la corporación. Sin intentar catalogar todos esos posibles factores, notamos a guisa de ejemplo que los acuerdos de directorio, instrucciones a banqueros de inversión y negociaciones reales entre los principales o sus intermediarios pueden servir como indicios de interés. Para establecer la magnitud de la transacción para el emisor de los valores alegadamente manipulados, uno necesitaría considerar hechos tales como el tamaño de las dos compañías involucradas y las primas ofrecidas sobre el valor de mercado. Ningún evento o factor, salvo el cierre de la transacción, será ni necesario ni suficiente para hacer que las discusiones sobre una fusión se consideren materiales".

En este caso, la Corte rechazó expresamente dos posiciones que venía adoptando la jurisprudencia

norteamericana para establecer la materialidad de las negociaciones sobre una fusión o adquisición. La primera consistía en considerar que, por definición, las negociaciones sobre una fusión o adquisición no podrían considerarse materiales hasta que se hubiese alcanzado un acuerdo en principio respecto del precio y la estructura de la transacción. La argumentación que se daba para sustentar esta posición era que debido a que antes de un acuerdo en principio las negociaciones eran altamente especulativas y preliminares, su divulgación podría desorientar a los inversionistas y crear falsas expectativas. La Corte rechazó el argumento señalando que "la función del requisito de materialidad no es atribuir a los inversionistas una simplicidad infantil y una incapacidad de apreciar la relevancia probabilística de las negociaciones, (...) sino filtrar información inútil que un inversionista sensato no consideraría importante, incluso como parte de la mezcla de factores a considerar al tomar su decisión de inversión". La Corte también rechazó la posición adoptada por otro sector de la jurisprudencia norteamericana en el sentido que cuando una empresa realizaba un comunicado público negando la existencia de negociaciones, incluso negociaciones que de por sí no debieran ser consideradas materiales, adquirirían ese carácter. La Corte indicó que, a fin de que exista responsabilidad, no basta simplemente demostrar que la información proporcionada por el demandado era falsa o engañosa, sino que lo era respecto de un hecho material.

De esta forma, conforme a la jurisprudencia norteamericana no es posible establecer *ex ante*, un momento predeterminado a partir del cual la existencia de conversaciones adquiere siempre materialidad. Tampoco es posible considerar *ex ante* que la existencia de conversaciones o negociaciones nunca adquiere materialidad hasta un determinado momento. La cuestión es netamente casuística y debe resolverse incorporando el concepto de probabilidad de ocurrencia junto con el de entidad o importancia, a fin de establecer el grado de influencia que el dato asumiría en las deliberaciones de un inversionista sensato respecto de su decisión de inversión en el valor. Este mismo elemento de

<sup>24</sup> La Regla 10b-5, expedida por la SEC de acuerdo con la Sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934 es una de las piezas fundamentales de la regulación federal del mercado de valores en los Estados Unidos. La Regla 10b-5 señala: "It shall be unlawful for any person directly or indirectly, by the use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any persons, in connection with the purchase or sale of any security".

probabilidad se incorpora dentro de la definición europea, a través del requisito de que la información sea precisa: "A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente, o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea lo suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes"<sup>25</sup>.

Así, pues, en el contexto de las fusiones y adquisiciones, el análisis de materialidad implica tanto un análisis de la importancia en sí de la transacción, cuanto también la probabilidad de su ocurrencia. En caso que, considerando estos dos elementos, así como las demás circunstancias del caso, se llegue a la conclusión de que existe la posibilidad sustancial de que la información fuese considerada importante por un inversionista sensato para adoptar una decisión de inversión sobre el valor –o lo que es lo mismo, que dicha información de hacerse pública tendría un efecto significativo en los precios del valor– entonces la información será material. Es la información material la que adquiere relevancia para efectos de la regulación del mercado de valores y genera ciertas consecuencias jurídicas, tales como la obligación de informar y la prohibición del uso indebido de dicha información. A continuación nos referimos a esas consecuencias.

### III. LA OBLIGACIÓN DE INFORMAR EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

La obligación de los emisores de valores mobiliarios de divulgar información al mercado constituye la pieza fundamental de la regulación del mercado de valores. Más allá del debate académico sobre la necesidad de un sistema de revelación obligatoria de información y de los fundamentos económicos que lo subyacen<sup>26</sup>, el hecho concreto es que el modelo universal de regulación del mercado de valores se basa

fundamentalmente en la obligación legal que incumbe a los emisores de valores de oferta pública de divulgar al mercado información sobre sus operaciones y negocios, así como sobre los valores por ellos emitidos.

Las obligaciones de informar de los emisores de valores de oferta pública son diversas y no se limitan a un determinado tipo de información o a una determinada oportunidad. En general, las obligaciones de informar de los emisores de valores mobiliarios pueden agruparse en tres grandes categorías.

En primer lugar, está el deber de informar referido a las emisiones y ofertas públicas de valores mobiliarios. Esta obligación, que gira alrededor del prospecto o folleto informativo, obliga a los emisores a elaborar y poner a disposición del público inversor, un folleto informativo que contenga toda la información relevante necesaria para que el inversionista pueda adoptar una decisión adecuadamente informada respecto de la invitación de inversión (o desinversión) que se le realiza. En segundo lugar, los emisores de valores mobiliarios de oferta pública están sujetos a la obligación de divulgar periódicamente cierta información sobre el desarrollo de sus negocios y operaciones. Esta información –"información periódica"– incluye los estados financieros anuales, los estados financieros intermedios, así como la discusión de la gerencia sobre el desarrollo de los negocios en el período (*management discussion and analysis* –en adelante, "MDA"–). Finalmente, en ciertas circunstancias, los emisores de valores están obligados a divulgar eventualmente información adicional sobre determinados hechos a medida que ocurran ("información eventual"). La obligación de presentar información eventual puede estar referida a hechos objetivos enumerados en la normativa, como también puede referirse a un deber más general de revelar toda la información "material". Con esta última obligación se cierra el círculo de un sistema de revelación continua (*continuous disclosure*) prevaliente en muchas jurisdicciones, que permite que el mercado esté informado en forma actual de todos los hechos relevantes de un

<sup>25</sup> Directiva 2003/124/CE, punto 1, artículo 1.

<sup>26</sup> Ver, por ejemplo: EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. "Mandatory disclosure and the protection of investors". En: *Virginia Law Review* 70. 1984. p. 669; y COFFEE JR., John C. "Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system". En: *Virginia Law Review* 70. 1984. p. 717. (Nota del editor: Ambos artículos han sido traducidos y publicados en THEMIS-Revista de Derecho 46 – Derecho Societario. 2003).

emisor<sup>27</sup>. La información sobre fusiones adquisiciones puede existir en cualquiera de estos momentos y, por tanto, puede ser obligatoria su revelación. A continuación me refiero a algunos de los aspectos más relevantes de la cuestión de su revelación al mercado.

### A. ¿Cuándo informar?

El punto de partida para analizar la obligación de informar es la existencia de información material. Mientras no exista un hecho que, considerando su importancia y su probabilidad de ocurrencia, sería susceptible de influir significativamente en la cotización del valor, no existe nada que informar. Resulta bastante claro que una operación societaria ya consumada –una adquisición o venta significativa o una fusión– debe normalmente revelarse al mercado, pues constituirá una operación material. Ello será especialmente notorio en los casos en los que dicha operación implique la absorción o una modificación en la estructura de control del emisor. Por otro lado, en los casos en los que existen apenas estudios o conversaciones preliminares sobre una posible transacción cuyo nivel de probabilidad es tal que el hecho no resultaría relevante para un inversionista sensato, no existe una obligación de informar, pues el hecho no reviste materialidad.

Pero la existencia de información material respecto de una operación de fusión o adquisición, siendo condición necesaria, no es suficiente de por sí para determinar la obligación legal de informar al mercado. La cuestión que surge más bien es la de determinar en qué casos, poseyendo información material sobre una transacción que lo involucra, un emisor puede abstenerse de divulgar dicha información al mercado.

La regla general que prevalece en los mercados de valores sujetos a obligaciones de información continua es que un emisor debe revelar la información que posea tan pronto ésta adquiera materialidad. En este sentido, por ejemplo, la sección 2.2.9 de las DTR señala que “un emisor debe notificar (...) toda la información privilegiada en su poder tan pronto sea posible”. En el mismo sentido, el numeral 3.1 de las Listing Rules de la

Australian Stock Exchange (en adelante, “ASX”) señala que “una vez que una entidad es consciente de cualquier información concerniente a sí misma que una persona razonable esperaría que tenga un efecto material sobre el precio o el valor de los valores de la entidad, la entidad debe inmediatamente entregar esa información a ASX”. El Reglamento de Hechos de Importancia contiene una fórmula similar, señalando que “los hechos de importancia deberán ser informados en el más breve plazo (...) como máximo dentro del día hábil siguiente de tomado el acuerdo o decisión o de ocurrido el hecho o acto, según sea el caso, y a más tardar a las 17:00 horas”.

### B. El conocimiento de la información por el emisor

Es importante notar que la obligación de informar se gatilla a raíz de la posesión por el emisor de conocimiento respecto de la información relevante. No basta que exista el hecho o la negociación para que se configure una obligación de informar. Es necesario que el emisor sea consciente de dicha información. Ello es obvio porque no sería admisible una norma que obligue a un emisor a un hecho imposible como es revelar algo de lo que no tiene conocimiento. En este sentido, el plazo previsto en el Reglamento de Hechos de Importancia debe necesariamente computarse a partir del conocimiento del emisor sobre el hecho objeto de la obligación de informar.

La definición de lo que constituye conocimiento es, para estos efectos, de gran importancia, especialmente en el ámbito de las personas jurídicas. La Guía de Aplicación sobre las Listing Rules de la ASX señala al respecto que “(u)na entidad adquiere conciencia de la información si un director o ejecutivo (...) tiene, o razonablemente debiera tener, posesión de la información en el curso del cumplimiento de sus deberes como director o ejecutivo”<sup>28</sup>. Es importante observar que la información cuyo conocimiento se imputa al emisor no sólo es aquella que es conocida por sus directores o ejecutivos, sino también la que estos debieran razonablemente conocer. De esta manera, la negligencia de un director o ejecutivo resulta im-

<sup>27</sup> El sistema de divulgación continua opera en los mercados de la Unión Europea, en Canadá y Australia, entre otros. Es también el sistema imperante en el Perú. No es el sistema que se aplica en la regulación federal del mercado de valores de los Estados Unidos, aunque sobre todo a raíz de la Ley Sarbanes Oxley de 2002 (que establece que las compañías listadas deberán revelar en forma rápida y corriente la información material relativa a cambios en su condición financiera o negocios que requiera la SEC mediante reglamento), existe una tendencia hacia mayores obligaciones de divulgar todos los hechos relevantes en forma continua y actual. Ver: BETHEL, Jennifer. “Recent Changes in Disclosure Regulation: description and evidence”. Consultado en: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>28</sup> Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 16.

putable a la empresa. Por otra parte, es interesante observar que no se imputa a la empresa toda la información que sus directores o ejecutivos conocían o debían conocer, sino sólo aquella que estos adquirieron o debieron adquirir “en el cumplimiento de sus deberes como directores o ejecutivos de la entidad”.

En el caso de las fusiones o adquisiciones, el conocimiento del emisor sobre una posible operación puede darse en distintos momentos del proceso. Tratándose de la empresa adquirente, por ejemplo, dado que el estudio y la determinación de realizar la operación viene de la misma empresa, lo normal será que exista conocimiento sobre la posible transacción desde una etapa relativamente temprana y que, por lo tanto, este elemento, necesario pero no suficiente para la existencia de una obligación de informar, quede configurado. La situación puede ser muy distinta en la sociedad adquirida, pues en caso que los vendedores sean los accionistas de la sociedad y no ésta, es posible que la empresa no adquiera conocimiento de la operación hasta un momento bastante tardío. En esta situación, pueden existir ciertos hechos que den indicación al emisor de la existencia de una negociación respecto de una operación societaria de importancia, pero ello no necesariamente implica el nivel de conocimiento tal que determine la obligación de informar.

Por ejemplo, la relación de un *due diligence* o revisión respecto de los negocios y situación financiera o legal de la empresa puede ser un indicativo para la administración de un emisor de que existe un interés de los accionistas por vender sus acciones o una negociación al respecto. Un accionista que controla una sociedad y está negociando la posible venta de sus acciones con un tercero podrá enfrentar el requerimiento del posible comprador de efectuar una revisión o *due diligence* de la empresa en forma previa a la concreción de la operación. La información necesaria para la revisión normalmente estará en poder de la empresa y no del accionista. En esta situación, el accionista deberá de alguna forma “causar” que la empresa ponga a disposición del posible comprador o de sus asesores, la información y documentación requerida para el *due diligence*. Ello obliga a poner en conocimiento de los ejecutivos de la empresa al menos el hecho de que existe algún tipo de revisión, de las que muchas veces preceden una operación societaria significativa. ¿Será esta situación suficiente para imputar a la empresa conocimiento de una negociación en curso y para gatillar una obligación de informar? Normalmente no, pues el solo hecho

de la realización de un *due diligence*, si bien permitiría especular sobre la existencia de una eventual transacción, no reviste el nivel de precisión necesario para configurar información material. Recuérdese la definición de la Directiva 2003/124/CE: “se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios (...)”.

La información que debe revelarse es aquella concreta y de carácter preciso, y es con ese carácter concreto y preciso que la información debe ser conocida por el emisor para que exista obligación de informar. La obligación de informar no cabe ser interpretada o aplicada en forma de forzar a los emisores a revelar información que meramente dé lugar a especulación o, peor aún, a especular ellos mismos sobre el posible significado de información que no tiene carácter preciso. Es únicamente en este contexto que cabe interpretar las disposiciones anexas del Reglamento de Hechos de Importancia que exigen la revelación como hecho de importancia del “conocimiento por parte del emisor de planes de adquisición o enajenación de sus acciones, que otorguen de manera directa o indirecta un porcentaje igual o superior al diez por ciento (10%) del capital”. Se debe tratar de conocimiento preciso y objetivo de emisor sobre una operación concreta, no de una especulación sobre una mera posibilidad.

### C. ¿Cuándo puede diferirse la revelación de información?

La regla general aplicable en los mercados con sistemas de divulgación continua que exige la divulgación inmediata de la información relevante conocida por el emisor admite excepciones, las que están basadas en el reconocimiento de que en ciertas circunstancias la divulgación prematura de información material puede dañar al emisor.

En este sentido, por ejemplo, el numeral 2 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE señala: “Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada a que se refiere el párrafo primero para no perjudicial sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información. Los Estados miembros podrán exigir que el emisor informe

inmediatamente a la autoridad competente sobre su decisión de retrasar la divulgación pública de la información privilegiada". Y es que la obligación de divulgar información relevante no puede ser llevada al extremo de obligar a los emisores a sufrir daños injustificados ya que ello, al final, perjudica al propio público inversionista al afectar el valor de la empresa. En consecuencia, se reconoce que el emisor puede tener un interés digno de tutela jurídica en no revelar la información. Sin embargo, el interés de la empresa en mantener cierta información material sin revelar se protege en casos justificados y en tanto y en cuanto no ponga en peligro la transparencia del mercado. En caso de conflicto entre el interés de la empresa por no revelar y el de evitar el falseamiento del mercado, debe prevalecer este último. Como lo señala la guía de aplicación sobre las Listing Rules de la ASX, "la excepción reconoce que los anuncios prematuros pueden poner en peligro los legítimos intereses comerciales de una compañía y sus accionistas. Sin embargo, la excepción opera sólo en tanto la integridad del mercado no se vea afectada"<sup>29</sup>.

La principal razón que justifica la postergación de la divulgación al mercado de información material poseída por la empresa en el contexto de operaciones de adquisición o venta es la existencia de una negociación aún no materializada en un contrato definitivo, que pueda verse afectada adversamente por la revelación de información. Como lo señala el artículo 3 de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, los intereses legítimos para no revelar información material pueden estar relacionados con "negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información". La norma continúa indicando que "en particular en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no entre en el ámbito de la legislación sobre insolvencia aplicable, la revelación pública de información pondría en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo".

Un criterio similar ha sido recogido con ocasión de las modificaciones a las reglas sobre revelación

de información en el formulario 8-K efectuadas por la SEC. En junio del 2002, la SEC publicó para comentarios una propuesta de modificación de sus reglamentos para ampliar significativamente los hechos que requerían ser revelados con el formulario 8-K, incluyendo, entre otros, la firma de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes, además de acuerdos definitivos que fueran materiales para la compañía. Las reglas finalmente promulgadas en agosto de 2004 descartaron expresamente la exigencia de informar la suscripción de acuerdos no vinculantes con el formulario 8-K, limitándola a acuerdos que fueran tanto materiales cuanto vinculantes para el emisor. La SEC señaló al respecto que "(m)uchos comentaristas se opusieron a nuestra propuesta para requerir la revelación de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes adicionalmente a la revelación de acuerdos definitivos que sean materiales para la compañía. Dichos comentaristas notaron que la revelación de acuerdos no vinculantes podría causar daños significativos a la empresa desde el punto de vista competitivo y generar excesiva especulación en el mercado. (...) En respuesta a los comentaristas, eliminamos el requisito de que las empresa revelan la suscripción de acuerdos no vinculantes de este ítem. (...) Hemos aclarado que solo acuerdos que establecen obligaciones que son materiales para la empresa y vinculantes respecto de ella, o derechos que son materiales para la empresa y que son exigibles por la compañía contra una o más de las partes del contrato, requieren ser reveladas de acuerdo con el ítem 1.01, independientemente de que el acuerdo material definitivo sea exigible sujeto a condiciones establecidas"<sup>30</sup>.

Resulta especialmente interesante reproducir los comentarios de la American Bar Association (en adelante, "ABA") ante la SEC en el proceso de consulta previa de la regulación: "(C)onsideramos que es inapropiado exigir la revelación de acuerdos no vinculantes, debido a que tales acuerdos, por su propia naturaleza, no representan una obligación legalmente exigible frente a ninguna persona y, por lo tanto, no están maduros como para ser revelados obligatoriamente. Más aún, la revelación prematura de tales acuerdos podría ser engañosa para los inversionistas, debido a que no existe certeza de que un acuerdo vinculante será alcanzado, y podría generar daños competitivos a las partes.

<sup>29</sup> Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 30.

<sup>30</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Final Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date. Release Notes 33-8400. 34-49424. File S7-22-02. Consultado en: www.sec.gov.

(...) Anuncios prematuros de fusiones o adquisiciones, en particular, pueden ser sumamente dañinos. Una compañía que es percibida como que está 'a la venta' puede tener dificultades conduciendo sus negocios y reteniendo empleados, clientes, proveedores y prestamistas. La volatilidad en los precios de la acción puede tener efectos disruptivos en las negociaciones. (...) Muchos acuerdos que serán 'materiales', especialmente acuerdos de fusiones o adquisiciones, no puede negociarse exitosamente en público. Más aún, muchas negociaciones preliminares se frustran; la revelación de acuerdos preliminares que al final no llegan a concretarse podría fomentar aún mayor especulación de la que normalmente surge luego del anuncio de acuerdos definitivos y podría causar disrupción en el mercado". La ABA concluye recomendando en que se mantenga en estándar vigente en los Estados Unidos que no requiere la revelación de información sobre negociaciones en curso: "Las discusiones sobre fusiones y otras negociaciones comerciales generalmente no se revelan hasta que se celebra un acuerdo definitivo porque no existe un deber de revelar, no porque no sean materiales"<sup>31</sup>.

La existencia de negociaciones en curso como justificativo para diferir la revelación de información al mercado ha sido recogida por el artículo 34 de la LMV, que señala que "Puede asignarse a un hecho o negociación en curso el carácter de reservado cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor". Es importante analizar los dos requisitos sustantivos que establece la LMV para que se configure la excepción. El primero es que se trate de un hecho o negociación "en curso". Una negociación en curso es aquella que no ha concluido, es decir en la que existen aspectos pendientes de acuerdo o decisión. El lenguaje que utilizan las Listing Rules de la ASX, se debe tratar de "una propuesta o negociación incompleta"<sup>32</sup>. Una negociación estará "en curso" o no habrá sido completada en la medida en que no se haya alcanzado acuerdo entre las partes sobre todos los aspectos que componen el negocio u operación. Ello no se limita, a mi criterio, a los elementos de precio, estructura y condiciones que tipifican un "acuerdo en principio", sino a todos los elementos necesarios para que se considere que existe un

contrato entre las partes, aunque dicho contrato tenga naturaleza preparatoria. No se olvide que conforme al artículo 1359 del Código Civil, "no hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria". De esta forma, deberá considerarse que existen negociaciones en curso hasta que las partes hayan alcanzado un acuerdo vinculante –un contrato– respecto de la operación.

Este criterio se identifica con la solución adoptada por la SEC respecto de la exigencia de revelación de contratos materiales. Existirá negociación en curso hasta que se alcance un acuerdo que vincule jurídicamente al emisor, lo que implica que la suscripción de cartas de intención y otros acuerdos no vinculantes, así contengan todos los elementos del negocio final, no implicarán normalmente la conclusión de las negociaciones. En los acuerdos no vinculantes no existe voluntad de las partes de obligarse jurídicamente. Se trata únicamente de documentos en los que se deja constancia de puntos sobre los cuales las partes tienen intención, sujeta a eventualidades y condiciones muchas veces plenamente potestativas de obligarse en el futuro. Frecuentemente, por su misma naturaleza estos acuerdos no implican la conclusión de una negociación ya que pueden ser objeto de revisión al solo criterio de una de las partes.

En cambio, la celebración de un contrato preparatorio o de un contrato sujeto a condiciones suspensivas en el que se establezca al menos las condiciones esenciales del negocio (precio, estructura, condiciones) sí implicará normalmente la conclusión de una negociación. En estos casos se habrá creado ya una relación jurídica obligacional que no puede ser modificada unilateralmente, lo que implicará a mi criterio, en principio, la conclusión de las negociaciones. Es por ello que en el artículo 11 del Reglamento de Hechos de Importancia se establece que "los hechos de importancia que requieran una aprobación adicional por parte de otros órganos societarios, autorizaciones administrativas, o de cualquier otra índole, deberán ser comunicados al mercado, indicando que la decisión o acuerdo está condicionado a la aprobación por el órgano correspondiente y/o la obtención de las

<sup>31</sup> American Bar Association. Section on Business Law. Carta del 12 de setiembre de 2002 a la Securities and Exchange Comisión. Consultada en: [www.sec.gov/rules/proposed/s72202/skeller1.htm](http://www.sec.gov/rules/proposed/s72202/skeller1.htm).

<sup>32</sup> Australian Securities Exchange. Listing Rules, 3.1.A3.

autorizaciones administrativas que sean exigidas” y que “las decisiones o acuerdos adoptados con condición suspensiva, deberán también ser comunicados al mercado como hechos de importancia (...) precisando expresamente que los mismos están sujetos al cumplimiento de determinada condición”.

Sin embargo, no debe perderse de vista que el análisis de si la celebración de un acuerdo implica la conclusión de las negociaciones será siempre una cuestión casuística que deberá resolverse en función a las circunstancias. Por ejemplo, si un emisor de valores cotizados celebra un contrato de opción –que le da el derecho, pero no la opción de adquirir un determinado activo– ese hecho no determinará necesariamente la conclusión de las negociaciones, pues para concretar la adquisición probablemente será necesario aún efectuar una revisión y adoptar decisiones internas de celebrar el contrato definitivo. En este caso, por más que se haya celebrado un contrato (y, en sentido estricto, hayan concluido las negociaciones respecto de la opción) podrían no considerarse concluidas las negociaciones sobre la posible adquisición.

El segundo elemento sustantivo que exige la LMV para que proceda mantener en reserva información sobre un hecho de importancia es que la revelación prematura pueda causar perjuicio al emisor. Como se ha visto anteriormente, los perjuicios que puede ocasionar la revelación prematura de información son diversos. Pueden darse, por un lado, respecto de la negociación en sí misma, que seguramente requiere de un grado de confidencialidad para poder desarrollarse. La divulgación de una negociación puede también despertar el interés de los competidores y de esa forma frustrar una operación de adquisición que hubiera sido beneficiosa para la empresa. Puede dificultar la obtención de una aprobación regulatoria, en los casos en los que la exposición en prensa pueda “politizar” una decisión que debiera ser estrictamente técnica, como, por ejemplo, en el caso de sectores sujetos a control de concentraciones.

Desde el punto de vista formal, el artículo 34 de la LMV exige que el acuerdo de mantener un hecho de importancia bajo reserva sea adoptado al

menos por las tres cuartas partes de los integrantes del directorio. El artículo 35 de la LMV señala que “el acuerdo (...) debe ser puesto en conocimiento de CONASEV dentro del día siguiente a su adopción” y que “el hecho debe ser divulgado tan pronto cese la causa de la reserva”. Finalmente, el artículo 36 establece que “quienes, por dolo o culpa, contribuyan con su voto a la adopción del acuerdo que califique como reservado un hecho o negocio sin que concurren los supuestos que para ello se señala en el artículo 34<sup>o</sup>, responden solidariamente, entre sí y con la sociedad, por los perjuicios que con ello ocasionen a terceros”.

La intención de la norma, al establecer un requisito de aprobación en el directorio con mayoría calificada y un régimen de responsabilidad personal por una indebida calificación, es claramente confiar la adopción de esta decisión a los emisores, regulando los mecanismos e incentivos necesarios para que la decisión se adopte en forma cuidadosa. Por esta razón la LMV no atribuyó a CONASEV la facultad de levantar la reserva de la información calificada como tal por el emisor. No obstante ello, en el Reglamento de Hechos de Importancia esta institución estableció que “una vez recibida la solicitud de reserva, la Presidencia del Directorio de CONASEV evaluará la justificación presentada así como las medidas adoptadas por el emisor para salvaguardar la información reservada o privilegiada (...), a fin de decidir si el hecho informado con carácter de reserva reúne las características de tal”. La norma añade que “(e)sta decisión es irrecurrible”.

Naturalmente, puede cuestionarse la auto-atribución por una entidad administrativa de una facultad que no le ha sido conferida legalmente. Como lo expresa magistralmente García de Enterría: “(L)a legalidad atribuye facultades a la Administración, precisamente. La legalidad otorga facultades de actuación, definiendo cuidadosamente sus límites, apodera, habilita a la Administración para su acción, confiriéndole al efecto poderes jurídicos. Toda actuación administrativa se nos presenta así como ejerció de un poder atribuido previamente por la Ley y por ella delimitado y construido. Sin una atribución legal previa de facultades la Administración no puede actuar, simplemente”<sup>33</sup>.

<sup>33</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y Tomás FERNÁNDEZ. “Curso de Derecho Administrativo”. Tomo I. Duodécima edición. Madrid: Thomson Civitas. 2004. p. 449.

Es también cuestionable la constitucionalidad de una disposición reglamentaria que consagre el carácter irrecurable de una decisión de la administración que produce efectos jurídicos sobre los intereses de un administrado en una situación concreta, teniendo en cuenta que el derecho a la revisión jurisdiccional de las decisiones administrativas está garantizado por el artículo 148 de la Constitución.

Sin perjuicio de lo anterior, no resulta razonable suponer que la administración cuente con la capacidad para determinar si la divulgación de un hecho o negociación en curso es prematura o puede causar perjuicio al emisor mejor que el directorio del emisor, que, por lo demás, ha actuado con la altísima mayoría calificada que exige la LMV y bajo la amenaza de la responsabilidad personal y solidaria que dicha norma prescribe. Menos aún pareciera que dicha determinación se pueda hacer en una decisión "irrecurable" que sólo parecería propia de un ser infalible. No se debe olvidar que la divulgación prematura de una negociación en curso puede generar perjuicios muy significativos y posiblemente irremediables a un emisor (y, por tanto, a los tenedores de sus valores mobiliarios) y puede generar desconcierto y falta de información adecuada en el mercado. El numeral 1 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE señala por ello que la decisión de retrasar la divulgación de un emisor corresponde al emisor, quien la adopta "bajo su propia responsabilidad". Nótese igualmente cómo las DTR señalan expresamente que la determinación de si un emisor tiene o no un interés legítimo que podría ser afectado por la revelación de información privilegiada "es una determinación que debe ser efectuada por el emisor en primera instancia". Incluso en el caso de las Listing Rules de la ASX, cuya exigencia de transparencia es ciertamente elevada, la facultad de la ASX de solicitar la revelación de información que el emisor ha determinado debe mantenerse en reserva está vinculada a la existencia de un falseamiento del mercado, es decir de circunstancias –tales como la filtración de información o especulación con bases erróneas– que afecten la transparencia del mercado. La Guía de Aplicación de las Listing Rules señala que aún en tal caso, "la práctica usual de ASX es consultar a la entidad sobre cualquier preocupación respecto de que exista un falseamiento del mercado antes

de tomar cualquier tipo de acción bajo la regla"<sup>34</sup>. Parece claro, entonces, que el tratamiento de la denominada información reservada en la LMV y el Reglamento de Hechos de Importancia requiere ser revisado.

#### D. Requisitos adicionales

En el derecho comparado se exige que concurren ciertas circunstancias, además del potencial daño para el emisor, para que se mantenga la reserva del hecho. Las principales de ellas tienen que ver con la confidencialidad de la información y las medidas para controlar su flujo y evitar su filtración. Mientras la información no sea revelada al mercado en la forma establecida legalmente, ésta debe ser mantenida bajo estricta confidencialidad y reserva. El rompimiento de la reserva precipita el deber de divulgación pública, sin perjuicio de las responsabilidades que pueden derivar del régimen aplicable a la información privilegiada.

El concepto de confidencialidad a aplicar para estos efectos es estricto. Al respecto, la guía de aplicación sobre las Listing Rules de la ASX señalan: "Confidencial en este contexto tiene el sentido de secreto. Quiere decir que la información está en posesión únicamente de quienes no transarán en los valores del emisor y que existe control sobre el uso de la información. Si es claro que la información no es confidencial o ASX tiene esa opinión, la Regla 3.1A.2 no se cumple y la excepción no es aplicable (...). La pérdida de confidencialidad puede ser indicada por cambios en el precio de los valores de la entidad que no pueden explicarse de otra forma o por referencias a la información en los medios o en reportes de analistas. ASX tomará en consideración todas las circunstancias de cada caso para decidir si considera que la confidencialidad se ha perdido. Será más probable considerar que la confidencialidad se ha perdido cuando las referencias a la entidad o sus propuestas son significativas y creíbles y los detalles son razonablemente específicos"<sup>35</sup>.

En este sentido, en el numeral 2 del artículo 3 de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión se establece que los siguientes requisitos, relacionados al resguardo de la confidencialidad, deben concurrir a fin de que el emisor pueda diferir

<sup>34</sup> Australian Securities Exchange, Guidance Notes 8 y 42.

<sup>35</sup> Australian Securities Exchange, Guidance Notes 8 y 34.

la revelación pública de información privilegiada: (i) "que los emisores hayan adoptado las medidas oportunas para negar el acceso a esa información a personas que no sean las que deban tenerlo en el ejercicio de sus funciones en el emisor"; (ii) "que los emisores hayan adoptado las medidas necesarias para garantizar que las personas que tengan acceso a esa información reconozcan las obligaciones legales y reglamentarias que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de la sanción de dicha información"; y (iii) "que los emisores cuenten con medidas que permitan la revelación pública inmediata de información en caso de que el emisor no pudiera garantizar la confidencialidad de la información privilegiada pertinente". Adicionalmente, el numeral 3 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE exige que los emisores o las personas que actúan en su nombre o por cuenta de ellos, cuenten con una lista de las personas que trabajan para ellas y que tengan acceso a información privilegiada.

El Reglamento de Hechos de Importancia establece requisitos similares a los contenidos en la normativa europea. Así, el artículo 10 señala que "durante la fase de reserva, el emisor deberá observar lo siguiente: 1. No podrá comentar o revelar hechos que hayan sido calificados como información reservada; 2. Limitar el número de personas que tengan acceso a la información reservada, que se lleve un registro con sus nombres y que se les advierta expresamente su condición, sin perjuicio de la presunción de acceso a información privilegiada a que se refiere la Ley; 3. Exigir un compromiso de confidencialidad a las personas ajenas a la entidad que sean conocedoras de la información reservada y que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del emisor a que se refiere el artículo 13 del presente reglamento; 4. Llevar un control riguroso de los documentos, de forma que no estén al alcance físico ni informático de personas no conocedoras de información reservada". Adicionalmente, el artículo 9 del Reglamento de Hechos de Importancia exige que al comunicar el hecho reservado el emisor incluya la lista de las personas que conocen la información.

### E. Rumores y filtraciones

La existencia de rumores, menciones en la prensa sobre una posible transacción, o la variación súbita de los precios, son factores que pueden determinar la necesidad de que la información por cuya reserva se ha optado deba ser revelada o que se efectúe algún otro tipo de declaración con la finalidad de evitar el falseamiento del mercado.

De hecho, no es infrecuente en el mercado de valores peruano que se publique en medios de comunicación sueltos o rumores respecto de supuestas operaciones de compra o venta de empresas. Tampoco es infrecuente que un emisor, mencionado o no en tales publicaciones, reciba una comunicación de la Bolsa de Valores de Lima o de la CONASEV solicitando información respecto de una supuesta operación de fusión o adquisición mencionada en la prensa o de cualquier hecho que el emisor conozca que pueda explicar movimientos inusuales en sus acciones. En el supuesto de rumores o publicaciones, de haberse comunicado en su momento un hecho de importancia de carácter reservado, la CONASEV puede requerir al emisor su divulgación. Así, el segundo párrafo del artículo 9 del reglamento de Hechos de Importancia señala que "En caso que CONASEV advierta rumores en los medios de comunicación o en los mercados, o movimientos especulativos que afecten al valor y que estén relacionados con la posible filtración de la referida información, pondrá en conocimiento del emisor tal circunstancia a fin de que proceda a difusión como hecho de importancia". Adicionalmente, el artículo 7 del Reglamento de Hechos de Importancia consagra normativamente un deber de los emisores velar por la exactitud y transparencia de la información en el mercado y de corregir versiones falsas: "En el caso que se difunda en el mercado información falsa, inexacta o incompleta respecto de hechos de importancia y otras comunicaciones, los emisores deben aclarar o desmentir esas informaciones (...)". Ello implica que, en muchos casos, el simplemente negarse a comentar rumores no resultará acorde con la obligación de informar de un emisor cuyos valores se negocian en el mercado público en el Perú.

Surge siempre la cuestión de cómo debe responder un emisor a rumores respecto de posibles operaciones que se presentan en el mercado. Con frecuencia, la actitud del emisor es simplemente responder con un "sin comentarios", indicando que la empresa no se pronuncia sobre especulaciones o comentarios periodísticos. Sin embargo, ello no siempre resulta apropiado en circunstancias en las que los rumores y la ausencia de una versión clara por parte del emisor puede comenzar a afectar la transparencia del mercado. En estas circunstancias, un emisor puede verse requerido a dar información para evitar el falseamiento del mercado. En este punto resulta ilustrativa la explicación contenida en la Guía de Aplicación de las Listing Rules de la ASX: "En general, al determinar si un anuncio es requerido, ASX examinará el contexto en el que los comentarios en medios o la especulación ocurren,

el grado de detalle y la materialidad de la información. ASX tendrá en cuenta anuncios relevantes previos hechos por la entidad y comentarios relevantes previos en la prensa. Cuando los comentarios en los medios expresan la opinión o una suposición de un analista o comentarista del mercado sobre una transacción o estrategia probables y no hay movimiento aparente en el volumen de negociación o precio de la acción, no es probable de que ASX tenga la posición de que se requiere un anuncio. Cuando el comentario en los medios parece recoger en detalle y en forma específica un cambio material de estrategia o una transacción material próxima a ocurrir, o la información sea atribuida a los involucrados en el hecho, o existan o es probable que existan movimientos en el precio o volumen de transacción de la acción, ASX probablemente tenga la posición de que un anuncio se requiere<sup>36</sup>.

También resulta interesante al respecto el tratamiento previsto en el numeral 202.03 del Manual para Empresas Listadas de la New York Stock Exchange (en adelante, "NYSE"): "El mercado de los valores de una compañía debe ser vigilado cuidadosamente en la época en la que se está considerando asuntos corporativos significativos. Si rumores o actividad inusual en el mercado indican que se ha filtrado información sobre desarrollos próximos, una declaración franca y explícita es claramente requerida. Si los rumores son falsos o inexactos, deben ser prontamente negados o aclarados. Declarar que la compañía no tiene conocimiento de desarrollos corporativos que afecten la actividad inusual del mercado puede tener un efecto saludable. (...) Si los rumores son correctos o hay desarrollos, una declaración inmediata y transparente al público sobre el estado de las negociaciones o desarrollo de planes corporativos en el área objeto de los rumores debe ser efectuada en forma abierta y directa. Tales declaraciones son esenciales a pesar de los inconvenientes que puedan causar desde el punto de vista empresarial y así la materia no haya sido presentada aún al directorio de la empresa para su consideración"<sup>37</sup>.

## F. Revelación selectiva

Una práctica que ha venido mereciendo la atención de los reguladores de los mercados más

desarrollados es la denominada revelación selectiva ("*selective disclosure*"), consistente en la revelación de información sensible respecto de la empresa, sus negocios y planes, a analistas y accionistas importantes, normalmente en una conferencia telefónica o presentación cerrada. Mediante la revelación selectiva, es posible discutir con un grupo de inversionistas o analistas especialmente importantes una operación de adquisición o venta que la compañía viene analizando, sin que dicha información sea revelada al mercado en su conjunto.

Evidentemente, la revelación selectiva de información material no pública plantea importantes cuestiones desde el punto de vista de la obligación de informar en el mercado de valores y las prohibiciones de revelar información privilegiada. Por estas razones, en el año 2000 la SEC emitió la Regulation FD ("*fair disclosure*") con la finalidad de poner término a la revelación selectiva de información que pudiera afectar la transparencia del mercado. La SEC expresó que "(m)uchos emisores están revelando información no pública de importancia, tal como avisos anticipados de resultados, a analistas de valores o a determinados inversionistas institucionales, o a ambos, antes de hacer una revelación de dicha información al público en general. Donde esto ha sucedido, aquellos que tuvieron acceso a la información anticipadamente fueron capaces realizar una ganancia o evitar una pérdida a expensas de aquellos que fueron mantenidos a oscuras. Consideramos que la práctica de revelación selectiva lleva a una pérdida de confianza de los inversionistas en la integridad de nuestro mercado de capitales. Inversionistas que vean que el precio de un valor cambia dramáticamente y sólo luego reciban acceso a la información que justifica ese movimiento, tienen razón en cuestionar si están jugando en una cancha pareja con los "*insiders*"<sup>38</sup>.

La Regulation FD establece que toda información material que un emisor revele a analistas de inversiones o a accionistas del emisor que podrían transar sobre la base de la información, debe también revelarse al conjunto del mercado. Dicha revelación al público debe efectuarse simultáneamente a la revelación selectiva en caso de ser ésta conciente y tan pronto sea posible en

<sup>36</sup> Ibidem.

<sup>37</sup> New York Stock Exchange. Listed Company Manual. Consultado en: [www.nyse.com/lcm](http://www.nyse.com/lcm).

<sup>38</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, release 33-7881, 34-43154, IC-24599, File S7-31-39. Consultado en: [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

caso que la revelación selectiva no haya sido conciente. La norma exceptúa del tratamiento como información selectiva, entre otras, a las comunicaciones hechas a personas que prestan servicios a un emisor con relación a una transacción y tienen un deber de confidencialidad tales como abogados o banqueros de inversión, así como a las personas que expresamente se comprometen a guardar la confidencialidad de la información. El modelo norteamericano de regulación de la información selectiva ha sido recogida en la Directiva 2003/6/CE de la Unión Europea, que señala: “Cuando un emisor o una persona que actúe en su nombre o por cuenta de aquél revele información privilegiada a un tercero en el normal ejercicio de su trabajo, su profesión o sus funciones, según lo mencionado en la letra a) del artículo 3, los Estados miembros exigirán que haga pública tal información, debiendo hacerlo simultáneamente en el caso de revelación intencional, o bien prontamente en el caso de revelación no intencional”<sup>39</sup>. La misma disposición añade que tales consecuencias no serán de aplicación “si la persona que recibe la información tiene un deber de confidencialidad, con independencia de que esa obligación se base en una norma legal, reglamentaria, estatutaria o contractual”.

De acuerdo con el tratamiento de la información selectiva en el derecho comparado, la empresa puede revelar a sus asesores información material sobre una operación en curso sin incurrir en la obligación de revelar dicha información al mercado, en la medida que dichos asesores tengan o asuman una obligación de confidencialidad. De aquí la importancia que asumen los compromisos de confidencialidad que muchas veces se asume en el contexto de operaciones de fusiones y adquisiciones. La LMV no contempla un tratamiento específico para la revelación selectiva. Sin embargo, la regulación de la información reservada contenida en el reglamento de Hechos de Importancia conduce a admitir implícitamente la licitud de la revelación que haga un emisor de información privilegiada a las personas que requieran conocerla por razón de

su función en la medida que estén vinculadas por obligaciones de confidencialidad. Asimismo, implica que dicha revelación no conlleva la pérdida de reserva de la información ni genera la obligación de revelarla al mercado<sup>40</sup>. Sin embargo, como se indica más adelante, habida cuenta de la importancia del tema y de las graves consecuencias que derivan de la revelación de información privilegiada, es necesario que se incorpore como excepción a la prohibición de revelación de información privilegiada aquella que se haga a los asesores de la empresa en el contexto del análisis o ejecución de una operación de fusión o adquisición, entre otros supuestos.

### G. ¿Cómo informar?

La divulgación de información al mercado respecto de una operación de fusión o adquisición normalmente se realiza a través de un comunicado de prensa (“*press release*”). Este puede ser emitido por la empresa adquirente, por la adquirida, o por ambas, individual o conjuntamente. Con frecuencia, incluso en los casos en que el comunicado no es conjunto, ambas partes convienen en la necesidad de que cuente con su mutua aprobación. El comunicado describe sucintamente la operación y frecuentemente incluye expresiones del representante de la empresa o empresas que lo emiten respecto a la operación que se anuncia. Obsérvese lo que señala al respecto el Listed Company Manual de la NYSE: “El medio normal para publicar información corporativa de importancia es un comunicado de prensa. Este puede ser por teléfono o escrito. Cualquier emisión de información que razonablemente pueda esperarse que tenga impacto en el mercado de los valores de la empresa debe ser remitido a los servicios noticiosos y la prensa “para difusión inmediata”<sup>41</sup>.

La comunicación al público en general debe normalmente ser acompañada o precedida de la entrega de la información a las bolsas de valores o a los reguladores del mercado de valores. Al respecto, por ejemplo, los numerales 2 y 3 del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores de

<sup>39</sup> La letra a) del artículo 3 de la Directiva 2003/6/CE establece como excepción a la prohibición de revelar información privilegiada la que se haga a cualquier persona “en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones”.

<sup>40</sup> En tal sentido, no obstante que el inciso 1 del artículo 10 del Reglamento de Hechos de Importancia establece que durante el período de reserva el emisor “no podrá comentar o revelar hechos que hayan sido calificados como información reservada”, el inciso 2 indica que a la vez deberá “limitar el número de personas que tengan acceso a la información reservada, que se lleve un registro con sus nombres y que se les advierta expresamente de su condición (...)” y el inciso 3 señala que el emisor debe “exigir un compromiso de confidencialidad a las personas ajenas a la entidad que sean conocedoras de la información privilegiada y que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del Emisor a que se refiere el artículo 13 del presente Reglamento”.

<sup>41</sup> New York Stock Exchange, Listed Company Manual 202-06.

España señalan: “Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. Asimismo, remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores esa información. (...) La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros del que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de Internet. No obstante, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la difundirá inmediatamente”.

Un mecanismo más interesante es el del Reino Unido, donde las DTR establecen que la información a ser revelada debe entregarse a un “Regulated Information Service” (en adelante, “RIS”) que es cualquiera de los sistemas de recopilación y revelación de información operados por empresas privadas que haya sido debidamente autorizado por la FSA<sup>42</sup>. Asimismo, los emisores deberán asegurarse que la información difundida por un RIS se encuentre disponible en la página web de la empresa a más tardar al cierre de las operaciones del día hábil siguiente a la difusión del anuncio a través del RIS.

El artículo 28 de la LMV establece la obligación del emisor de divulgar sus hechos de importancia a la CONASEV y a la Bolsa de Valores y la de “divulgar tales hechos en forma veraz suficiente y oportuna”. El artículo 3 del Reglamento de Hechos de Importancia señala únicamente que los emisores “se encuentran obligados a informar a CONASEV y, cuando corresponda, a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo, los actos, hechos acuerdos o decisiones y otras comunicaciones a que se refiere el presente Reglamento”, omitiendo la

obligación del emisor, consagrada en la LMV, de divulgar tales hechos al mercado en forma veraz, suficiente y oportuna. Evidentemente, con ello no se ha derogado la obligación legal que tiene el emisor de divulgar la información directamente al mercado. Sin embargo, la omisión permite percibir el énfasis que el Reglamento de Hechos de Importancia pone en exigir que la información se entregue a la CONASEV.

Ello sucede incluso en caso de que exista en el mercado información falsa o inexacta, situación en la que, según el artículo 6, los emisores tienen la obligación de aclarar o desmentir esas informaciones. En este supuesto, la norma no exige, como uno podría suponer, que los emisores emitan y entreguen de inmediato un comunicado o nota de prensa a los medios, sino que ordena que hagan la aclaración “mediante una comunicación presentada oportunamente conforme al procedimiento establecido en el presente Reglamento para los hechos de importancia” (es decir, a la CONASEV, y en su caso a la Bolsa). El Reglamento de Hechos de Importancia obliga también a presentar a CONASEV toda nota de prensa, declaración a medios de comunicación, exposiciones a analistas o inversionistas, etcétera, en las que se entregue información relativa a la evolución general del emisor o su grupo económico, y obliga a los emisores a “asegurarse que la información proporcionada a través de medios de comunicación no difiera de la presentada al RPMV, a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo”.

Un aspecto positivo que merece relevarse de la labor de CONASEV consiste en la puesta en funcionamiento del denominado Sistema MVNet, regulado por Resolución CONASEV 8-2003-EF/94.10. Este sistema permite que los emisores de valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores comuniquen sus hechos de importancia a través de un sistema electrónico, a través del cual la información debe aparecer sin mayor demora en la página web de CONASEV. Al respecto, el artículo 11 del Reglamento del Sistema MVNet señala que “(l)a información calificada y comunicada por la entidad obligada como hecho de importancia, será publicada instantánea y automáticamente en la página web de CONASEV y en las páginas web de las Bolsas respectivas, por lo que será de entera responsabilidad de la entidad

obligada la difusión al mercado de aquellos hechos calificados como de importancia”.

#### H. Aspectos multijurisdiccionales

A raíz de la internacionalización de los mercados de valores, es cada vez más frecuente que un emisor tenga sus valores cotizados en mercados de más de un país, así como que las operaciones de fusiones o adquisiciones involucren partes de diferentes jurisdicciones. En estos casos se presenta la necesidad de cumplir con normas de revelación de información respecto de operaciones propias de las distintas jurisdicciones afectadas.

El tratamiento que normalmente se busca en estos casos es que el anuncio sea hecho simultáneamente en las jurisdicciones o mercados relevantes. En este sentido, por ejemplo, el numeral 4 del artículo 2 de la Directiva 2003/6/CE señala que “los Estados miembros exigirán a los emisores que tengan un cuidado razonable para asegurarse de que la divulgación de información privilegiada al público sea lo más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los estados miembros en los que estos emisores hayan solicitado o aprobado la admisión a cotización de sus instrumentos financieros en un mercado regulado”. En forma similar, las Listing Rules de la ASX establecen que la información sobre un anuncio debe ser presentada a ASX no más tarde que cuando se entrega en un mercado extranjero. La norma, sin embargo, faculta que la divulgación se realice primero en el mercado extranjero cuando ASX está cerrada y las normas del mercado extranjero exigen la divulgación inmediata. Finalmente, establecen que los emisores listados en ASX deben presentar a ésta cualquier información material que presenten a una bolsa de valores en el extranjero<sup>43</sup>.

A este respecto, el Reglamento de Hechos de Importancia señala que “los emisores que por iniciativa oferten valores en el país y en el extranjero deberán presentar a CONASEV a la Bolsa o al responsable del mecanismo centralizado de negociación respectivo, toda información no contemplada en el presente reglamento que publique o ponga a disposición de los potenciales inversionistas, en la misma oportunidad de

entrega establecida en los otros países en los que la oferta se lleve a cabo”<sup>44</sup>. La norma es claramente insuficiente, pues no incluye el requisito de información simultánea en los diferentes mercados. Asimismo, la norma puede conducir a que se presente en el Perú información que no resulte material y que se entregue en otras jurisdicciones por razones regulatorias.

Por otra parte, hay que destacar que la norma se aplica sólo a las sociedades cuyos valores sean objeto de oferta pública en el Perú por propia iniciativa, y no de aquellas sociedades extranjeras cuyos valores resultan listados en el Perú por iniciativa de una sociedad agente de bolsa, de acuerdo con lo previsto en el artículo 15 del Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa<sup>45</sup>. Dicho artículo establece que, cuando un valor extranjero admitido a negociación en las bolsas de valores o mercados organizados, debidamente autorizados, de países que forman parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, se lista a solicitud del emisor, “éste deberá cumplir con presentar a la bolsa, durante la vigencia del listado, la misma información que se exige en las Bolsas o Mercados donde el valor se encuentre listado”. En el caso de valores de emisores extranjeros que no se encuentren admitidos a cotización en los referidos mercados, el emisor se encuentra sujeto a las obligaciones de transparencia de la normativa nacional. Por otro lado, la normativa correspondiente al segmento de capital de riesgo de la Bolsa de Valores de Lima establece también que en ciertos casos las obligaciones de informar de los emisores cuyos valores se inscriben para negociación en ese segmento se sujetan a las normas del mercado principal en el que están listados<sup>46</sup>.

#### IV. EL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El segundo de los grandes temas que suscita la información en el contexto de las fusiones y adquisiciones es el del uso indebido de información privilegiada. La relación entre fusiones y adquisiciones e información privilegiada es bastante clara en la literatura y muchos de los casos de *insider trading* más conocidos se

<sup>43</sup> Australian Securities Exchange. Guidance Notes 8 y 63.

<sup>44</sup> Reglamento de Hechos de Importancia, artículo 7.

<sup>45</sup> Resolución CONASEV 125-1998-EF/94.10.

<sup>46</sup> Resolución CONASEV 026-2005-EF/94.10.

encuentran vinculados a fusiones o adquisiciones<sup>47</sup>. Numerosos estudios, realizados principalmente con base en el mercado de valores de los Estados Unidos, evidencian importantes incrementos en el precio y el volumen de negociación de los valores de una sociedad en el período previo al anuncio público de una adquisición. Los autores ofrecen dos tipos de explicaciones para este fenómeno: el *insider trading* y la compra de valores por parte de inversionistas alertados por la publicación de notas o rumores aparecidos en la prensa<sup>48</sup>. Un estudio empírico de los casos de *insider trading* seguidos por la SEC indica que aproximadamente la mitad del incremento de precios anterior al anuncio de una adquisición es atribuible a operaciones realizadas por *insiders*<sup>49</sup>. En palabras de uno de los más ardorosos defensores de la penalización del *insider trading*, el profesor James Cox: "Las fusiones y adquisiciones están plagadas de casos de *insider trading* en la etapa pre anuncio. Esto es así porque estas operaciones involucran primas significativas respecto de la cotización de mercado de la firma adquirida y porque su planeamiento y ejecución involucran a un gran número de personas, cada una de las cuales enfrenta la tentación de obtener ganancias seguras y de incierta detección en caso que decidan negociar con base en su conocimiento anticipado de la transacción. Cada estudio hecho respecto de la negociación alrededor de adquisiciones demuestra consistentemente que las filtraciones y el abuso de la información privilegiada es un problema general con relación a las fusiones y adquisiciones"<sup>50</sup>.

Existen diferentes posiciones filosóficas y doctrinales respecto de la conveniencia o inconveniencia de proscribir el *insider trading*<sup>51</sup>. Sin embargo, más allá del debate académico, la prohibición del *insider trading* es un elemento universal en la legislación del mercado de valores

y tiene implicaciones fundamentales en el contexto de las fusiones y adquisiciones.

En general, las disposiciones en materia de información privilegiada tienen la finalidad de evitar que ciertas personas, en posesión de información material no pública respecto de los valores de una determinada empresa, realicen transacciones en el mercado de valores sobre la base de dicha información. Como se comprende fácilmente, el tratamiento de la información privilegiada es de importancia fundamental en el contexto de las fusiones y adquisiciones. Desde el momento en que existe información material y hasta que ésta se haya difundido al mercado, existen una serie de conductas prohibidas para el emisor, personas relacionadas con éste y terceros. En esta sección analizaré los principales aspectos en los que la regulación del *insider trading* resulta relevante para efectos de las fusiones y adquisiciones.

#### A. El origen de la prohibición en el derecho norteamericano

La prohibición del uso indebido de la información privilegiada, como muchas de las instituciones fundamentales del derecho del mercado de valores, se origina en el derecho federal norteamericano. Sin embargo, en este caso se trata fundamentalmente de una construcción jurisprudencial alrededor de la Regla 10b-5 expedida por la SEC de acuerdo con lo previsto en la Sección 10B de la Exchange Act de 1934<sup>52</sup>. La prohibición tiene dos tipos de fundamentos conceptuales. El primero es el de la violación de un deber fiduciario que los "*insiders*" de una sociedad tienen frente a ella y a sus accionistas, de no revelar o aprovecharse de determinada información de la empresa. El deber se extiende a las personas, fuera de la empresa emisora, que

<sup>47</sup> Ver, en general: PRAT RODRIGO, Margarita. "Uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones". Madrid: Deusto. 1990.

<sup>48</sup> PRAT RODRIGO, Op. cit. pp. 48 y siguientes.

<sup>49</sup> MUELBROEK, Lisa. "An empirical analysis of illegal insider trading". Journal of Finance 47. 1961-1999. 1992. Para una excelente descripción de la literatura sobre la materia ver: ARNOLD, Tom; ERWIN, Gayle; NAIL, Lance y Terry NIXON. "Do option markets substitute for stock markets? Evidence from trading on anticipated tender offer announcements". Consultado en: [www.fma.org/Chicago/Papers/InformedOptions.pdf](http://www.fma.org/Chicago/Papers/InformedOptions.pdf).

<sup>50</sup> COX, James. Testimonio ante el United States Senate Committee on the Judiciary. 26 de setiembre de 2006. Consultado en: [judiciary.senate.gov/print\\_testimony.cfm](http://judiciary.senate.gov/print_testimony.cfm).

<sup>51</sup> Desde el punto de vista económico se argumenta, a favor de despenalizar el *insider trading*, que esta práctica ayuda a que los precios reflejen más rápidamente información material que no pueda ser revelada razonablemente por el emisor y que permite retribuir y dar incentivos correctos a los administradores de la empresa. En defensa de la prohibición del *insider trading* se señala que ésta es un elemento necesario para que funcione el sistema de divulgación obligatoria de información material; que el uso de información privilegiada afecta negativamente a los inversionistas y al emisor; que es injusto; y que al permitir la apropiación y uso de información de la empresa afecta los incentivos para producir información útil. Ver: BAINBRIDGE, Stephen N. "Securities Law, insider trading". New York: Foundation Press. 1999. pp. 125 y siguientes.

<sup>52</sup> Ver, en general: BAINBRIDGE, Stephen N. Op. cit. Loc. cit.

reciben la información con base en una relación fiduciaria o de confianza con la persona que se las transmite. Este deber impide transar con acciones de la propia empresa emisora cuando se está en posesión de información material que no ha sido puesta a disposición de los accionistas, pero no alcanza el supuesto en que la información proviene de una fuente ajena a la empresa. El segundo fundamento conceptual es la teoría llamada “*missappropriation*” o “*apropiación indebida*”, según la cual la prohibición alcanza a las personas que, sin tener una relación fiduciaria directa o indirecta con el emisor o sus accionistas, se apropian indebidamente de información material no pública. Esta teoría permite penalizar la actuación con base en información material no pública cuya fuente no es la empresa emisora. El tratamiento del *insider trading* en los Estados Unidos tiene además un régimen especial cuando la información se relaciona con una oferta pública de adquisición. Sin embargo, no existe, en la regulación federal del mercado de valores de los Estados Unidos, una prohibición general de uso de información material no pública como la que puede existir en otras jurisdicciones<sup>53</sup>.

Generalmente se considera que la prohibición federal del *insider trading* se inició con la decisión de la SEC en el caso *Cady Roberts & Co*<sup>54</sup>. En los hechos, J. Chever Cowdin, uno de los socios de una casa de bolsa, Cady, Roberts & Co, era también integrante del directorio de la Curtiss–Wright Corporation (en adelante, “Curtiss-Wright”). El directorio de dicha empresa decide recortar el dividendo trimestral y, antes que la información sea hecha pública, Codwin le cuenta el hecho a uno de sus socios, Robert M. Dintel, el cual vende varios miles de acciones de Curtis–Wright de sus clientes. Cuando se emite el anuncio sobre el recorte del dividendo, la acción cae significativamente. En este caso la SEC enuncia la regla de “*disclose or abstain*” (revelar o abstenerse) según la cual las personas que poseen información privilegiada deben abstenerse de utilizarla hasta que se divulgue al mercado. Señala que esta obligación deriva de dos factores: “Primero, la existencia de una relación que da acceso, directa o indirectamente, a información que debía estar disponible sólo para un propósito corporativo y no para el beneficio personal de nadie; y, segundo,

la inherente injusticia que existe cuando una parte saca ventaja de tal información sabiendo que no está disponible para aquellos con los que está negociando”<sup>55</sup>.

La primera de las decisiones judiciales que configuran la prohibición del *insider trading* en los Estados Unidos fue expedida en el caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*<sup>56</sup>. Los hechos resultan particularmente interesantes. En marzo de 1959, Texas Gulf Sulphur Co. (en adelante, “TGS”), una empresa minera, encuentra evidencia de un yacimiento mineral en Ontario, Canadá. En octubre de 1963 comienza a realizar estudios más profundos en el área. En noviembre realiza perforaciones a profundidad y el examen visual de las muestras sugiere presencia de depósitos significativos de cobre y zinc. El presidente de TGS ordena al equipo que mantenga absoluta confidencialidad sobre el hallazgo, incluso respecto de otros trabajadores y ejecutivos de la empresa. En diciembre análisis químicos confirman la presencia de contenidos importantes de cobre, zinc y plata. En los siguientes meses, TGS adquiere la propiedad superficial sobre este importante yacimiento. En marzo y principios de abril, nuevas pruebas confirman que TSC había hecho un descubrimiento mineral muy significativo. Después de negar varios rumores sobre el descubrimiento, TGS finalmente lo anuncia en una conferencia de prensa el 16 de abril de 1964. Entre noviembre de 1963 y marzo de 1964 varios empleados y funcionarios de TGS compraron acciones de la compañía y dieron información a otras personas para que lo hagan. Los precios de compra fluctuaron entre 10 y 25 dólares por acción. Luego del anuncio, las acciones de TSC se negociaban a 58 dólares por acción.

La Corte de Apelaciones estableció que un *insider* que posea información material no pública debe revelar dicha información antes de transar, o abstenerse de hacer operaciones con los valores del emisor (“*disclose or abstain*”). La Corte reconoció que TGS no tenía un deber de revelar la información sobre el hallazgo efectuado y que, de hecho, la revelación le hubiera resultado perjudicial pues estaba negociando la compra de los derechos superficiales del yacimiento encontrado. Asimismo, reconoció que los *insiders*

<sup>53</sup> Consultar: STEINBER G, Mark. “Insider Trading: A comparative perspective”. pp. 3-8. Consultado en: [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>54</sup> 40 S.E.C.907 (1961). Nótese que es un caso administrativo resuelto por la SEC y no un caso judicial en el que la SEC actúa como demandante, porque se trataba de una acción disciplinaria contra funcionarios de una casa de bolsa sujeta al control de la SEC.

<sup>55</sup> *Ibid.* pp. 9-12.

<sup>56</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F 2d. 833 (2d Cir. 1968), cert denied 394 U.S. 976 (1969).

tampoco estaban en posición de revelar la información, precisamente por sus deberes fiduciarios frente a la empresa. Sin embargo, la consecuencia de todo ello era que los *insiders* debían abstenerse de transar<sup>57</sup>.

En el caso *Chiarella v. United States*<sup>58</sup> la Corte Suprema de los Estados Unidos analizó la aplicación de la prohibición del *insider trading* en una situación en la que la fuente de la información no era la empresa cuyas acciones fueron objeto de negociación. Vincent Chiarella era un operario que trabajaba en una imprenta a la que con frecuencia se encargaba la impresión de prospectos de OPA. En la etapa previa a la impresión los prospectos no llevaban el nombre de la empresa objetivo, que se incluía recién en el último momento, en la noche previa a la oferta. Sin embargo, Chiarella, encargado de la composición, pudo adivinar la identidad de algunas de las empresas objetivo con ayuda de otros datos contenidos en los documentos y se valió de esa información para comprar acciones previamente al lanzamiento de las OPAs. A Chiarella se le inició un proceso penal por *insider trading* y fue condenado en primera instancia, decisión que fue confirmada por la Corte de Apelación.

En una decisión por mayoría, la Corte Suprema revocó la condena, basándose en la ausencia de un deber fiduciario entre Chiarella y las empresas con cuyos valores había transado. "Una persona que omite revelar información material antes de la consumación de una transacción comete fraude sólo si tiene un deber de revelar la información. Y el deber de revelar surge cuando una parte tiene información que la otra parte tiene derecho a saber debido a una relación fiduciaria u otra relación similar de confianza entre ellas. (...) En su decisión del caso Cady Roberts, la Comisión reconoció una relación de confianza entre los accionistas de una compañía y aquellos *insiders* que han obtenido información confidencial por razón de su posición en la compañía. Esta relación da lugar al deber de revelar debido a la necesidad de evitar que un *insider* de una compañía saque indebida ventaja de los accionistas minoritarios no informados (...) La aplicación de un deber de revelar antes de transar garantiza que los *insiders* de una corporación, que tienen una obligación

de anteponer el interés de los accionistas al suyo propio, no se beneficiarán personalmente por el uso fraudulento de información material no pública. En este caso, el solicitante estaba acusado de violar la sección 10 (b) a pesar de que no era un *insider* de la compañía ni recibió información alguna de la empresa objetivo. (...) No podemos confirmar la condena del demandante sin reconocer un deber general de todos los participantes en transacciones del mercado de valores de no realizar acciones basadas en información material no pública. La formulación de ese amplio deber, que departe radicalmente de la doctrina establecida de que dicho deber nacer de una relación específica entre dos partes, no debe ser realizada sin una evidencia explícita de intención del legislativo".

Chiarella no podría ser condenado bajo la teoría tradicional de la violación del deber fiduciario con la parte a quien el *insider* compró las acciones, es decir con los accionistas de la empresa objetivo. Sin embargo, cuatro de los cinco miembros de la corte suscribieron votos disidentes apoyando la teoría de la apropiación indebida, conforme a la cual Chiarella sí podría ser condenado por haberse apropiado de información confidencial que le había sido entregada por su empleador bajo una relación de confianza. El voto del Juez Burger señala: "Yo leería la sección 10 (b) y la regla 10b-5 en el sentido que (...) una persona que se ha apropiado indebidamente de información material no pública tiene un deber absoluto de revelar dicha información o de abstenerse de transar".

La teoría de la apropiación indebida fue aceptada finalmente por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *United States v. O'Hagan*<sup>59</sup>. James H. O'Hagan era socio del estudio de abogados Dorsey & Whitney, de Minneapolis, Minnesota. Dorsey & Whitney fue contratado por una corporación inglesa, Grand Metropolitan PLC (en adelante, "Grand Met") con relación a una OPA que estaba considerando lanzar sobre las acciones de la Pillsbury Company (en adelante, "Pillsbury"), una empresa domiciliada en Minneapolis. O'Hagan no estaba encargado del caso, pero aparentemente obtuvo información sobre la potencial OPA de uno de sus socios y, entre agosto y setiembre de 1988, adquirió

<sup>57</sup> Ver: BAINBRIDGE, Stephen N. Op. cit. pp. 42-48.

<sup>58</sup> 445 U.S. 222 (1980).

<sup>59</sup> 117 S. Ct. 2199 (1977).

acciones de Pillsbury y opciones de compra respecto de tales valores. Cuando Grand Met anunció la OPA, en octubre de 1988, la acción subió de 39 dólares a 60 dólares. O'Haggan liquidó su posición y obtuvo ganancias de más de 4.3 millones de dólares. La Corte de Apelaciones había revocado la condena de O'Haggan considerando que éste no tenía un deber fiduciario con los accionistas de la empresa objetivo<sup>60</sup>. La Corte Suprema revocó la decisión considerando que el deber fiduciario con los accionistas vendedores no era la única base para la condena por *insider trading*. O'Haggan había utilizado la información violando un deber fiduciario con el estudio de abogados al que pertenecía y con el cliente de éste, lo que justificaba la imposición de responsabilidad bajo la teoría de la apropiación indebida. La Corte señaló: "En lugar de basar la responsabilidad en un deber fiduciario entre el *insider* de la compañía y el vendedor de las acciones de la compañía, la teoría de la apropiación indebida basa la responsabilidad en la defraudación que comete un fiduciario que negocia con las acciones, respecto de aquellos que le confiaron información privilegiada. Las dos teorías son complementarias. (...) La teoría clásica tiene como sustento la violación del deber fiduciario de un *insider* corporativo respecto de los accionistas con los que transa; la teoría de la apropiación indebida prohíbe transar con base en información que no se ha hecho pública a un *outsider* corporativo en violación de un deber que se tiene no frente a la contraparte en la transacción, sino a la fuente de la información".

Una cuestión tan importante como la determinación de la base de la prohibición es establecer qué tan lejos llega ésta en los casos de transmisión de información de una persona a otra. El caso en el que la Corte Suprema de los Estados Unidos enunció su doctrina sobre la responsabilidad de la persona que recibe información de un *insider* y actúa con base en ella fue el de *Dirks v. SEC*<sup>61</sup>. Dirks trabajaba en una casa de bolsa, dedicado fundamentalmente a proveer análisis especializado de valores emitidos por compañías de seguros a inversionistas institucionales. En marzo de 1973, Dirks recibe información de Ronald Secrist, funcionario de Equity Funding of America, una de las empresas

que cubría Dirks, respecto de la existencia de un fraude masivo y de la inclusión de activos inexistentes o sobrevalorados en las cuentas de la empresa. Dirks emprende una investigación que dura unas dos semanas, en la que varios empleados corroboran las acusaciones de fraude. Durante este periodo discute abiertamente su investigación y los resultados obtenidos con muchos de sus clientes, que tenían posiciones sustanciales en acciones de Equity Funding of America. Dirks también habla con periodistas del Wall Street Journal solicitándoles que expongan públicamente el fraude, aunque éstos prefieren no hacerlo. Durante esas dos semanas, las acciones de Equity Funding of America caen de 26 dólares a 15 dólares. Inmediatamente, los reguladores estatales intervienen la compañía y el fraude masivo se hace público. La SEC inicia una investigación sobre el rol de Dirks en todo el proceso y lo sanciona por violar la Regla 10b-5 por haber informado del posible fraude a sus clientes, quienes vendieron sus acciones con base en esa información. La posición de la SEC es que "cuando una persona –independientemente de su motivación u ocupación– adquiere información corporativa material que sabe que es confidencial o que debería saber que proviene de un *insider* corporativo, debe revelar públicamente la información o abstenerse de transar".

La Corte revoca la decisión de la SEC considerando que una persona que recibe información confidencial está sujeta a las prohibiciones referidas al *insider trading* sólo cuando la persona que le dio la información está incumpliendo un deber fiduciario y el receptor de la información lo sabe o debe saberlo. Al respecto, la Corte señaló: "Algunas personas que reciben información confidencial deben asumir el deber de un *insider* frente a los accionistas no porque reciben información privilegiada, sino porque se les ha entregado impropia. (...) Por tanto, una persona que recibe información confidencial asume un deber fiduciario frente a los accionistas de una compañía de no transar con base en información privilegiada sólo cuando el *insider* ha violado su deber fiduciario frente a los accionistas por revelar información al tercero y éste sabe o debe saber que ha habido una violación... Es claro que ni Secrist ni los demás empleados de

<sup>60</sup> La Corte de Apelaciones también había declarado la ilegalidad de la Regla 14-e3(a) de la SEC, mediante la cual se prohibía a toda persona transar sobre la base de información no pública respecto a una OPA, siempre que supiera o debiese saber que la información provenía directa o indirectamente de una fuente relacionada con el oferente o la empresa objetivo. La legalidad de esta regla fue confirmada por la Corte Suprema.

<sup>61</sup> 463 U.S. 646 (1983).

Equity Funding violaron sus deberes fiduciarios (...) frente a los accionistas al revelar información. Estas personas no recibieron beneficio monetario o personal alguno por revelar los secretos de Equity Funding, ni era su propósito hacer un regalo de información valiosa a Dirks. Como los hechos del caso claramente lo demuestran, estas personas estaban motivadas por el deseo de ver expuesto el fraude. En ausencia de una violación de un deber frente a los accionistas, no existió violación derivada por parte de Dirks”.

Mediante la Regla 14e-3 la SEC estableció un régimen especial aplicable a la información privilegiada en el contexto de una oferta pública de adquisición. En términos generales y sujeto a ciertas excepciones, la Regla 14e-3 establece que desde que se han tomado pasos sustanciales para lanzar una OPA, cualquier persona que tenga información material sobre ésta y que sepa o deba saber que dicha información ha sido obtenida directa o indirectamente del oferente o de la empresa objetivo, debe abstenerse de revelar dicha información, de transar con los valores objeto de la OPA o de causar que se efectúen transacciones con éstos, hasta un tiempo razonable luego que dicha información haya sido revelada públicamente<sup>62</sup>. Esta norma establece una prohibición de mucho mayor alcance que la aplicable bajo la Regla 10b-5, la cual, como se ha visto, depende de la violación de un deber fiduciario.

La regulación norteamericana sobre el *insider trading* ha sido criticada debido a que adolece de falta de sistemática y a que su desarrollo casuístico da lugar a vacíos que atentan contra un tratamiento orgánico y coherente de la materia. Como señala Steinberg: “Desde una perspectiva general, parece inevitable la conclusión de que las leyes de los Estados Unidos sobre *insider trading* distan mucho de ser ideales. La legislación es mayormente silenciosa sobre el tema, dejando en consecuencia este tema a las cortes. La Corte Suprema de los Estados Unidos, rechazando las doctrinas de paridad de información y de igual acceso, se ha centrado en aspectos tradicionales del derecho estatal relacionados con los deberes fiduciarios. Esta aproximación, a su vez, como lo demuestran los casos *Chestman* y *Switzer*<sup>63</sup>, ha llegado a decisiones ilógicas de las cortes inferiores. En otro frente, la SEC, buscando combatir las interpretaciones restrictivas de la Corte Suprema sobre *insider trading* bajo la Sección 10(b), ha afirmado interpretaciones administrativas expansivas de dichas decisiones. La Comisión, frustrada por su ahora limitada autoridad bajo la Sección 10(b), ha respondido promulgado las Regla 14e-3 y la Regulation FD. La consecuencia final es la presencia de una regulación inconsistente y errática sobre el *insider trading* que mal sirve al público inversor. Por lo tanto el marco norteamericano sobre el *insider trading* no debe ser emulado”<sup>64</sup>.

<sup>62</sup> La Regla 14e-3 señala: “If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the “offering person”), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is non public and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from: 1. The offering person, 2. The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or 3. Any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise. A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this section if such person shows that: 1. The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) of this section or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and 2. Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person’s business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a) of this section, which policies and procedures may include, but are not limited to, those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or those which prevent such individual(s) from knowing such information (...)”.

<sup>63</sup> El precedente del caso *Dirks* ha llevado a decisiones inconsistentes y posiblemente cuestionables en las cortes inferiores. Por ejemplo, en el caso *SEC v. Switzer*, Barry Switzer, entrenador de los Dallas Cowboys, escucha como un alto ejecutivo de una corporación le cuenta a su esposa que tiene que salir de viaje para cerrar la fusión de la empresa para la que trabaja. Switzer deduce inmediatamente de qué se trata, compra acciones de la empresa y obtiene grandes beneficios. La Corte decide que no es culpable porque el ejecutivo no violó ningún deber fiduciario al comentar el hecho con su esposa, siendo que por lo demás no era consciente de que Switzer estaba escuchando. La solución hubiera sido distinta si se hubiera tratado de una OPA y no de una fusión, pues hubiera resultado de aplicación la Regla 14e-3, que establece una prohibición en la que basta que el poseedor de la información (Switzer) sepa o deba saber que ésta proviene de una de las empresas involucradas en la operación. El caso *United Status v. Chestman*, Ira Waldbaum, presidente y accionista controlador de Waldbaum, Inc., una empresa listada, decide vender sus acciones a A&P a 50 dólares por acción, una prima de 100% respecto del precio de mercado anterior, en una OPA que debería lanzar el adquirente. Waldbaum le cuenta a su hermana, Shirley, de la transacción. Shirley se lo cuenta a su hija Susan Loeb, que a su vez le cuenta a su esposo Keith Loeb. Cada persona en la cadena le había dicho a la siguiente que mantenga la información en reserva. Keith le dio la información a su broker, un tal Robert Chestman, que compra acciones de Waldbaum para sí y para ciertos clientes. Se inicia acciones contra Chestman tanto por violación a la Regla 10b-5 como por vulnerar la Regla 14e-3. La Corte lo exonera de responsabilidad bajo la Regla 10b-5 considerando que no violó un deber fiduciario al revelar la información a su *broker*. En cambio, lo condena por violación de la Regla 14e-3 debido a que en ésta no se exige violación de un deber fiduciario. Lo que condenó a Chestman es que, a diferencia de Switzer, su actuación fue con relación a una OPA y no a una fusión. Ver: STEINBERG, Stephen N. Op. cit. pp. 12-15.

<sup>64</sup> STEINBERG, Stephen N. Op. cit. pp. 15-16.

Probablemente por las razones que indica Steineberg, el tratamiento del *insider trading* en las legislaciones de otros mercados desarrollados presenta más organicidad y generalidad que en el caso norteamericano. Si bien son perceptibles algunas líneas rectoras al tratamiento clásico de la violación del deber fiduciario y de la apropiación indebida, las prohibiciones referidas a la información privilegiada tienen usualmente un alcance mayor y se sustentan en una exigencia de paridad de información necesaria para asegurar la transparencia y la integridad del mercado. De hecho, los ordenamientos legales de mercados desarrollados parecen seguir más la estructura desarrollada por la SEC que los estándares jurisprudenciales de la Corte Suprema de los Estados Unidos. En tal sentido, por ejemplo, el artículo 4 de la Directiva 2003/6/CE establece que las prohibiciones de utilizar o revelar información privilegiada o de recomendar operaciones con valores sobre los que se tenga información privilegiada se aplican “a cualquier persona (...) que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada”, tal como lo hace la regla 14e-3 (aunque sólo en el contexto de OPAs). Un tratamiento similar establece la Sección 1043 de la Corporations Act de Australia. Como lo expresa el memorando explicativo de esta ley, el fundamento es claro y simple: “Es necesario controlar el *insider trading* para proteger a los inversionistas y hacer atractivo para ellos confiar fondos a los emisores de valores, para el mayor y más eficiente desarrollo de los recursos de Australia”<sup>65</sup>.

A continuación me refiero a los principales aspectos relevantes de la prohibición del *insider trading* para efectos de las fusiones y adquisiciones. En primer lugar discutiré el presupuesto de la prohibición –información material no pública–, luego haré referencia al contenido de las prohibiciones normativas –no transar, no revelar y no recomendar operaciones– tal como resultan de aplicación en el contexto de una fusión o adquisición.

## B. Presupuesto de las prohibiciones: información material no pública

Las prohibiciones relacionadas al uso indebido de información privilegiada adquieren relevancia

desde el momento en que existe información material no pública y mientras ésta se mantenga con ese carácter. Como se ha visto ya, la información privilegiada es, en lenguaje de la Directiva 2006/6/CE, “toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados de ellos”.

No es pertinente en esta sección tratar respecto de la materialidad de la información, concepto que se ha analizado exhaustivamente en la sección II de este artículo. Baste señalar que se trata de un requisito *sine qua non*: si la información no es material, no puede considerarse privilegiada así no sea pública. Quiero, sin embargo, referirme a un requisito contenido en la definición legal contenida en el artículo 40 de la LMV y que puede, a mi criterio, crear un vacío importante en el tratamiento de esta importante materia.

Como se sabe, el artículo 40 señala que “se entiende por información privilegiada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios, o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de esta ley<sup>66</sup> y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición”.

En esta sección quiero llamar la atención respecto del requisito establecido en la LMV de que la información sea “proveniente de un emisor”. Ello supone que fuera de los casos de las OPAs, que abordaremos más adelante, y de las operaciones de inversionistas institucionales, toda información material no pública que no provenga de un emisor carecerá de carácter privilegiado y no le resultarán aplicables las prohibiciones legales. Ello puede tener consecuencias muy importantes en el

<sup>65</sup> Ver: Explanatory memorandum. Corporations Legislation Amendment 1991. Paragraph 307. Citado en: “Commonwealth of Australia, Insider Trading, Position and Consultation Paper”. Marzo 2007. p. 2. Consultado en: [www.treasury.gov.au](http://www.treasury.gov.au).

<sup>66</sup> La referencia a la información reservada es claramente innecesaria, pues por definición la información reservada –que es información material no pública– es información privilegiada.

tratamiento de la información privilegiada en las fusiones o adquisiciones.

En efecto, en el contexto de una operación de fusión o adquisición, la información privilegiada puede referirse al adquirente, a la empresa objetivo, o a ambas. Asimismo, puede tener como fuente a cualquier de las partes de la operación. En todo caso, lo relevante es la materialidad de la información y que el emisor sobre el cual se posea información privilegiada tenga sus valores inscritos en un mercado público. Supongamos, en el contexto de las fusiones y adquisiciones, la situación de una empresa que ha tomado la determinación y está a punto de efectuar una oferta para adquirir parte sustancial de los activos de una sociedad listada (por ejemplo, una de sus subsidiarias principales) pagando una prima importante sobre el valor contable. Esta oferta, de ser informada al mercado por la empresa vendedora, con toda probabilidad generaría un importante incremento del valor de sus acciones. Es, por tanto, información material no pública. Sin embargo, la información que los funcionarios y asesores de la empresa adquirente tienen sobre esa posible transacción no tendrá carácter privilegiado pues si bien se refiere a la empresa adquirida y a sus valores, no proviene de ésta. Nada impediría entonces, a los asesores o funcionarios de la empresa adquirente, utilizar la información y comprar las acciones de la empresa a la que se dirigirá la oferta de compra, así como revelar dicha información a sus amigos para que éstos también aprovechen la oportunidad y compren las acciones antes de que suban de precio.

Un tratamiento similar tendría información sobre una oferta de compra a ser lanzada con una prima significativa por una persona que no califique como inversionista institucional para adquirir un porcentaje representativo de las acciones o de otros valores de una sociedad listada, en la medida que no de lugar a una OPA<sup>67</sup>. En tal caso, por ejemplo, los funcionarios y asesores del oferente, podrían comprar acciones de la sociedad objetivo antes de que se haga pública la oferta, sin violar prohibición alguna. El tratamiento contrasta con el que prevalece en el derecho comparado, donde la definición de información privilegiada no gira alrededor de la fuente de dicha información, sino

de su carácter material y no público. La fuente de la información puede ser relevante para establecer el alcance de las prohibiciones, mas no para determinar la existencia o no de información privilegiada. Se trata de un importante vacío en la definición legal peruana, que debe ser cubierto legislativamente.

Por otro lado, es importante destacar que a nivel del derecho comparado se tiende a considerar que la información sobre las órdenes que un agente de bolsa recibe de su cliente pueden tener carácter de información privilegiada. En este sentido, en el artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE se señala que "en cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias ordenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en los precios de dichos instrumentos financieros o en los precios de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos". Con ello, se busca proscribir la práctica denominada "*front running*", en la que un agente de intermediación infiel compra o vende para sí lo mismo que un cliente le ha ordenado comprar o vender, antes de ejecutar una orden de un cliente que pueda afectar la cotización.

Al respecto, la LMV señala que se considera información privilegiada la que se tiene de las operaciones de inversión a realizar en el mercado de valores por un inversionista institucional. Ello cubre en parte la práctica del *front running*, pero no suficientemente. En efecto, a diferencia del artículo 40 de la LMV, la Directiva 2003/6/CE no restringe la definición de "*front running*" a las operaciones de inversión a realizar por un inversionista institucional, estableciendo más bien un criterio finalista basado en la materialidad. Ello es mucho más acorde con la naturaleza de la información privilegiada, pues una orden dada por un inversionista institucional para comprar o vender al precio de mercado un número relativamente menor de valores de alta liquidez, al no ser idónea para afectar el precio, no debería

<sup>67</sup> No parece que la definición de inversionistas institucionales contenida en la séptima de las disposiciones transitorias del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (Resolución CONASEV 141-1998-EF/94.10), dada en el contexto de las ofertas primarias y de venta de valores, sea aplicable para efectos de la calificación de información privilegiada.

ser considerada información privilegiada. Por el contrario, una orden para comprar un número significativo de valores poco líquidos a un precio por encima del de mercado sí debería ser considerada información privilegiada, al ser por su naturaleza capaz de afectar el precio del valor, aunque no haya sido dada por un inversionista institucional.

Finalmente, como se verá en mayor detalle más adelante, la LMV coincide con el tratamiento en el derecho comparado, al establecer el carácter privilegiado de la información no pública que se tenga respecto de una oferta pública de adquisición.

La información privilegiada no sólo debe ser material, sino que no debe ser de conocimiento público. Este elemento es de importancia fundamental pues así como el surgimiento de información material determina el momento de inicio en la aplicación de las prohibiciones referidas a la información privilegiada, el momento en que dicha información se vuelve de conocimiento público determina la terminación de la aplicación de esas prohibiciones. En el derecho comparado, la verificación de que la información se haya hecho de conocimiento público no se agota en constatar que se haya entregado un comunicado a la entidad reguladora del mercado de valores o bolsa de valores correspondiente. Se trata más bien de verificar que, en la realidad, la información haya estado a disposición del público inversor en una forma tal que sea libremente accesible. De esta forma, es posible que información que se haya comunicado al ente regulador o a la bolsa sea aún información privilegiada, en la medida que la información no se haya difundido adecuadamente al mercado. Por otro lado, es también posible que, a pesar de que determinada información no haya sido comunicada formalmente al regulador del mercado o a la bolsa, no tenga sin embargo carácter privilegiado por haberse hecho de conocimiento general, por ejemplo, a través de los medios de difusión<sup>68</sup>.

En los ordenamientos de los mercados más modernos se realiza un análisis centrado en la realidad de la posibilidad del público de conocer la información, más que en una simple constatación de carácter formal. Así, por ejemplo,

el Code of Market Conduct de la FSA señala los siguientes factores a fin de establecer si determinada información está disponible generalmente: (i) si ha sido revelada a un RIS; (ii) si está contenida en registros de acceso público; (iii) si de otra forma está disponible generalmente, incluyendo a través del Internet; (iv) si la información puede obtenerse por simple observación por los miembros del público; y, (v) el grado en el que la información puede obtenerse mediante el análisis de información que está disponible generalmente<sup>69</sup>. En algunos casos no sólo se exige que la información haya sido puesta a disposición del público o divulgada públicamente, sino que lo haya sido por un plazo razonable a fin de que el público la haya podido conocer realmente. Así, la Sección 1042C de la Corporations Act de Australia establece que se considerará que determinada información está disponible generalmente si ha sido comunicada de una manera que la haga, o probablemente la haga, de conocimiento de las personas que normalmente invierten en los valores cuyo precio podría ser influenciado por la información y ha transcurrido un tiempo suficiente como para que se divulgue entre tales personas. El requisito de un plazo razonable luego de la comunicación es también establecido en la Regla 14e-3 de la SEC.

El artículo 40 de la LMV señala que la información privilegiada es la de carácter material “no divulgada al mercado”. El artículo 43 utiliza la misma expresión para establecer la duración de la prohibición de revelar o confiar la información a otras personas: “hasta que ésta se divulgue al mercado”. Estas disposiciones concuerdan con el artículo 28 de la LMV, referido a la obligación del emisor de informar los hechos de importancia a la CONASEV y a la Bolsa y de “divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna”. Por ello, cabe concluir que el carácter privilegiado de la información en el derecho peruano surge en el momento en que se configura la existencia de información material y concluye cuando dicha información es divulgada al mercado. El concepto de divulgación no se limita necesariamente a la comunicación de la información a la CONASEV de acuerdo con lo previsto en el Reglamento de Hechos de Importancia, sino que, dependiendo de las circunstancias, puede ser necesario incluir la realización de otras acciones para permitir el

<sup>68</sup> En este caso, el emisor puede haber incumplido un deber administrativo de informar al regulador o a la Bolsa, pero no existe información privilegiada.

<sup>69</sup> Financial Services Authority. The Code of Market Conduct 1.2.12.

conocimiento del público inversor respecto del hecho. Por otro lado, es posible que exista información que se ha divulgado al mercado a pesar de no haber sido comunicada a la CONASEV. Por lo tanto, al revelar información material referida a una fusión o adquisición, la empresa obligada no debe necesariamente limitarse a cursar una comunicación sobre un hecho de importancia a la CONASEV. Si bien ello es una obligación legal y cumple una función importante de divulgación, sobre todo al ponerse dicha información a disposición del mercado a través del Internet, es posible, en función de las circunstancias, que se requiera adoptar medidas adicionales para la divulgación de dicha información al público antes de que cese su carácter privilegiado.

### C. Contenido de las prohibiciones

Las prohibiciones clásicas referidas a la información privilegiada son las de transar, revelar y recomendar operaciones con valores a los cuales se refiere la información privilegiada. A continuación, examino cómo se materializa cada una de ellas en el contexto de las fusiones y adquisiciones.

#### 1. Prohibición de transar

La prohibición de realizar operaciones con el valor al cual se refiere la información privilegiada es la primera de las prohibiciones reconocidas en el derecho comparado. Por ejemplo, la Directiva 2003/6/CE de la Unión Europea señala que los Estados miembros deberán prohibir "Utilizar dicha información (privilegiada), adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información". La prohibición no se refiere sólo a comprar, sino también a vender, y no se extiende sólo a los valores emitidos por la sociedad respecto de la cual se tiene información privilegiada, sino también a los valores derivados de éstos (por ejemplo, una opción). Esta prohibición está establecida en el artículo 43 de la LMV en los siguientes términos: "Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada".

En el contexto de las fusiones y adquisiciones, la prohibición de transar puede referirse a los valores emitidos por la empresa adquirente como también a los emitidos por la empresa adquirida, o a ambos. La determinación de la extensión de la prohibición va a depender de si los valores están cotizados en un mercado público y de si la

información tiene carácter material para el emisor en particular. Como se ha visto, la adquisición de una empresa mediana por una gran corporación multinacional puede ser material para la empresa adquirida, pero no necesariamente lo será para la empresa adquirente.

Ahora bien, aunque exista información privilegiada, no toda adquisición de valores resulta prohibida por la norma. En los casos de fusiones y adquisiciones, se admite en la normativa de los mercados más desarrollados que el oferente no se ve impedido de realizar operaciones respecto de las acciones de una empresa objetivo simplemente por el hecho de que su propia determinación o intención de efectuar una adquisición pueda constituir información material no pública. En este sentido, por ejemplo, en la Sección 1043 I de la Corporations Act de Australia se establece una excepción a la prohibición de transar cuando la información privilegiada concierne a las propias intenciones o actividades de la persona que realiza la transacción: "Una persona jurídica no contraviene la subsección 1043 A (1) por celebrar una transacción o acuerdo con relación a productos financieros emitidos por otra persona simplemente porque la persona jurídica es conciente de que tiene el propósito de celebrar, o ha previamente celebrado o propuesto la celebración de, una o más transacciones o acuerdos en relación a los productos financieros emitidos por la otra persona o por terceros". Algo similar se indica en el numeral (30) de la Directiva 2003/6/CE: "La adquisición o cesión de instrumentos financieros supone necesariamente la decisión previa de adquirir o ceder por parte de la persona que efectúa una de esas operaciones, por lo que el hecho de realizar dicha adquisición o cesión no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de información privilegiada". Por la razón expuesta, la decisión de una persona o empresa de lanzar una OPA respecto de las acciones de otra, siendo información material no pública, no impide a dicha persona realizar transacciones con las acciones de la empresa objetivo.

En este sentido, la prohibición de transar con valores del emisor que presumiblemente serán objeto de una OPA que establece la Regla 14e-3 de la SEC sólo se aplica a personas distintas al oferente que posean información material sobre la futura OPA. Un tratamiento diferente llevaría a un resultado absurdo, pues la propia decisión de buscar una adquisición impediría al potencial adquirente realizar adquisiciones y otras operaciones destinadas a facilitar o asegurar el resultado de la adquisición. En este contexto, el numeral (29) del preámbulo de la Directiva

2003/6/CE señala que “el acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el objeto de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”. Esta disposición es incluso más amplia que la regla 14-e 3, pues no sólo permite transar con base en información referida a la futura oferta, sino también teniendo conocimiento de información material no pública proveniente de la empresa objetivo.

En efecto, como lo indica el Code of Market Conduct de la FSA, la información comprendida en dicho numeral (29) incluye tanto la información referida a que el oferente o el potencial oferente va a hacer o está considerando hacer una OPA sobre la empresa objetivo, como también la información sobre la empresa objetivo obtenida a través del *due diligence*. En estos casos, señala la FSA, son lícitas para el potencial adquirente las adquisiciones de acciones de la empresa objetivo así como la celebración de otros tipos de acuerdos, tales como la obtención de compromisos de accionistas de la empresa objetivo de apoyar la OPA o vender sus acciones en ésta<sup>70</sup>. Es importante subrayar, sin embargo, que en todos estos casos son sólo las operaciones hechas por el potencial oferente las que se encuentran fuera de la prohibición. En cambio, se consideran ilícitas y prohibidas las operaciones que puedan realizar por su propia cuenta las personas, relacionadas o no al emisor, que obtengan esta información y pretendan beneficiarse con ella.

La prohibición de transar con base en información privilegiada contenida en la LMV no contiene las excepciones consagradas en el derecho comparado y puede, por ello, llevar a resultados contraproducentes en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Por un lado, en cuanto a la decisión de una persona o empresa de proceder a la adquisición de una sociedad listada, ésta normalmente no será considerada información privilegiada debido a que no constituirá información “proveniente de un emisor referida a éste (...)”. Por tanto, no sólo el potencial adquirente, sino las personas que reciban información de él, podrán transar libremente con la información.

En cambio, tal información sí será considerada información privilegiada en el caso que el potencial adquirente sea un inversionista institucional o en caso que la adquisición se pretenda realizar a través de una OPA. En este caso, sin embargo, quedará por determinar aún si el hecho de que el oferente potencial celebre contratos preparatorios destinados a asegurar el éxito de la adquisición, o adquiera acciones de la empresa objetivo con miras a facilitar el éxito de la futura adquisición, debe considerarse “hacer uso indebido y valerse directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada”. La redacción del inciso c) del artículo 43 de la LMV parece indicar que el hacer uso indebido y el valerse de la información privilegiada son dos elementos distintos cuya concurrencia es necesaria para configurar la información. Ello implicaría que en ciertos casos, el simplemente valerse de la información privilegiada no configuraría la infracción, en la medida en que el uso realizado se no se considere reprochable (es decir, indebido). Bajo esta lectura, podría admitirse dentro del marco del inciso c) del artículo 40 de la LMV, la adquisición o la celebración de contratos preparatorios respecto de acciones de una empresa objetivo antes del lanzamiento de una OPA, en concordancia con las normas vigentes en mercados más desarrollados.

## 2. Prohibición de revelar

La segunda prohibición clásica es la de revelar la información privilegiada. El artículo 3 de la Directiva 2003/6/CE señala, por ejemplo, que los Estados miembros dictarán normas para prohibir el “revelar información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones”. Nótese, sin embargo, que la prohibición no es absoluta, pues se admite la licitud de la revelación de la información privilegiada a las personas que deban conocerla en el ejercicio normal de sus funciones o su profesión. Las razones para la excepción son evidentes, ya que así como debe prevenirse la filtración de información para evitar distorsiones en el mercado y proteger el interés de la propia empresa en la confidencialidad, la comunicación de la información a los ejecutivos y trabajadores de la empresa, o a terceros, resultará en la gran mayoría de los casos indispensable por legítimas razones de negocio.

<sup>70</sup> Financial Services Authority. The Code of Market Conduct 1.3.17. Naturalmente, nada de ello afecta el deber de respetar la regla de precio único y las demás disposiciones que garantizan la transparencia y la igualdad de trato en las OPAs. Se debe observar, de otro lado, que estas disposiciones resultan plenamente concordantes con el sistema de OPA obligatoria posterior que prevalece en la Unión Europea.

La situación antedicha es especialmente clara en el contexto de las fusiones y adquisiciones. En este tipo de operaciones, la información necesariamente debe ser comunicada a ciertas personas al interior de la empresa, o a sus asesores, con la finalidad de que la operación que se plantea puede ser diseñada o evaluada. En una etapa posterior, la información sobre la posible transacción deberá ser compartida con la contraparte potencial; y ésta a su vez la compartirá con sus funcionarios y asesores. Nada de ello debería considerarse reprochable o contrario a la transparencia del mercado. Por esta razón, la sección d de la Regla 14e-3 de la SEC, que establece la prohibición de revelar información material no pública sobre una OPA, exceptúa expresamente de dicha prohibición a las comunicaciones hechas de buena fe "a los funcionarios, directores, socios o empleados del oferente, a sus asesores y a otras personas involucradas en el planeamiento, financiamiento, preparación o ejecución de dicha oferta"; "al emisor cuyos valores se busca adquirir por dicha oferta, a sus funcionarios, directores, socios, empleados a sus asesores y a otras personas involucradas en el planeamiento, financiamiento, preparación o ejecución de dicha oferta"; y, a "cualquier persona en virtud de un requerimiento legal o regulatorio". Naturalmente, las personas que reciben la información quedan sujetas a las prohibiciones de transar, revelar y recomendar operaciones con la información.

Lamentablemente, la LMV no contiene excepciones a la prohibición de revelar información privilegiada establecida en el inciso a) del artículo 43. Sin embargo, consideramos que resulta forzoso concluir que la revelación de información sobre una operación de fusión o adquisición hecha en el contexto de su estudio o preparación, a personas a las que se advierte sobre su confidencialidad y que se obligan a resguardarla, no puede lógicamente considerarse ilícita. Como se ha visto anteriormente, en el caso de la información que es calificada como reservada y se informa a CONASEV, el Reglamento de Hechos de Importancia establece que el emisor debe limitar el número de personas que tienen acceso a la información, advertirles de su carácter confidencial, y, en el caso de personas ajenas a la entidad que no estén vinculadas por las Normas Internas de Conducta del emisor, exigirles la celebración de un acuerdo de confidencialidad. Ello implica que se encuentra admitida reglamentariamente la posibilidad de que la información privilegiada sea revelada a estas personas sin violar la prohibición contenida en el inciso a) del artículo 43. En cambio, queda un vacío normativo en los casos de operaciones a realizar por un inversionista insti-

tucional o de información sobre una OPA, en los que no procedería la calificación de un hecho como reservado.

### 3. Prohibición de recomendar

La tercera prohibición referida a la información privilegiada es la de recomendar la realización de operaciones respecto a valores sobre los que se posee información privilegiada. En esta situación, la persona sujeta a la prohibición no utiliza la información privilegiada ni la revela a otros; sin embargo, basándose en la información privilegiada, recomienda la realización de una operación con los valores afectados a un tercero. En el lenguaje de la Directiva 2003/6/CE, se prohíbe "recomendar a otra persona que adquiera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información". La prohibición está consagrada en el inciso b) del artículo 43 de la LMV en los siguientes términos: "Recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada". En el contexto de las fusiones o adquisiciones, ello implica que las personas que posean información privilegiada y se vean afectadas por la prohibición deberán incluso de abstenerse de recomendar la realización de operaciones con los valores a que se refiere la información, aunque sea sin revelarla.

### 4. Personas afectadas

La cuestión de las personas afectadas por la prohibición es de vital importancia en el contexto de las fusiones y adquisiciones. Como se ha visto, en el derecho comparado, las soluciones a esta cuestión varían. En la jurisprudencia norteamericana alrededor de la Regla 10b-5, las personas afectadas por la prohibición son las que adquieren, emplean o revelan la información con violación directa o indirecta de un deber fiduciario con el emisor de los valores o con la fuente de la información. En el contexto de las OPAs, la regla 14e-3 establece que la prohibición de transar, por ejemplo, se aplica a cualquier persona distinta al oferente "que esté en posesión de información material relacionada a la OPA, la cual sepa o tenga razón para saber que no es pública y la cual sepa o tenga razón para saber que ha sido adquirida directa o indirectamente: 1. Del oferente, 2. Del emisor de los valores cuya adquisición se persigue con la OPA, o 3. Cualquier funcionario, director, socio, empleador o cualquier otra persona que actúa por cuenta del oferente o del referido emisor".

Por su parte la Directiva 2003/6/CE establece que las prohibiciones se aplicarán "a cualquier persona

que esté en posesión de esa información: a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por su participación en el capital del emisor; c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o d) debido a sus actividades delictivas". Adicionalmente, extiende tales prohibiciones a cualquier persona distinta de las mencionadas "que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada". La Corporations Act de Australia, de otro lado, establece que las prohibiciones se aplican a toda persona que posea información privilegiada siempre que la persona "sepa, o razonablemente deba saber, que los aspectos señalados en los literales (a) y (b) de la definición de información privilegiada contenidos en la sección 1042 A se cumplen con relación a la información"<sup>71</sup>.

En este sentido, en el derecho comparado, la prohibición se aplica a las personas que poseen información privilegiada. Se exige, además, que las personas sujetas a la prohibición tengan conocimiento de que la información que poseen tiene efectivamente la calidad de información privilegiada. Este segundo elemento, sin embargo, se dispensa en algunos ordenamientos en el caso de las personas que tienen un vínculo particular con el emisor o con el oferente, tales como los sus funcionarios, asesores o quienes actúan por cuenta de ellos.

Por otro lado, se establece que la persona jurídica en sí resulta de alguna manera afectada por el conocimiento de sus funcionarios y, por lo tanto, afecta a las prohibiciones (en particular, la prohibición de transar), salvo en supuestos excepcionales, como los de la existencia de murallas chinas ("*chinese walls*") y otros mecanismos similares. En tal sentido, por ejemplo, en la Regla 14e-3 de la SEC se establece que una persona jurídica que posea información privilegiada no vulnerará la prohibición de transar cuando los individuos que adoptan la decisión de inversión no tienen conocimiento de la información privilegiada y cuando dicha persona jurídica tiene implementados procedimientos destinados a asegurar que las personas encargadas de tomar tales decisiones de inversión no tengan conocimiento de la

información privilegiada que posee la entidad. Una regla similar se establece en la sección 1043 F de la Corporations Act de Australia.

Así pues, en el contexto de una adquisición, estarán afectos a las prohibiciones referidas al uso indebido de información privilegiada, con las limitaciones antedichas y en la medida que posean la información, el emisor de los valores objeto de adquisición, el potencial adquirente, sus funcionarios y sus asesores, tales como banqueros de inversiones y abogados. En algunos ordenamientos, tal como los de la Unión Europea, no se exigirá que tales personas tengan conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado. En otros casos, como el de Australia, sí se exigirá dicho conocimiento. Estarán también afectos a la prohibición los terceros, es decir personas que carezcan de la relación de pertenencia o servicios con las entidades que son parte de la operación, pero siempre sujeto a que tengan o deban tener conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado.

La normativa peruana se aparta de estos estándares y establece un tratamiento sumamente estricto –uno diría draconiano– que, de aplicarse literalmente, conduciría a importantes problemas prácticos e incluso afectaría derechos constitucionales. Así, el artículo 43 señala que las prohibiciones se aplican a "las personas que poseen información privilegiada". Sin embargo, en ningún caso exige el conocimiento de que la información tiene carácter privilegiado, incluso para las personas que no tienen vinculación con el emisor, o con el oferente o inversionista institucional. En este sentido, por ejemplo, si un agente de bolsa le comenta a uno de sus clientes que sería conveniente comprar acciones de una determinada empresa minera, pues las últimas prospecciones realizadas en el yacimiento del que es titular han determinado un significativo incremento de las reservas y el cliente realiza la operación, es posible que esté violando la prohibición de uso de información privilegiada en la medida que la información no haya sido divulgada al mercado, así el cliente no tenga o deba tener conocimiento de que la información no había sido hecha de conocimiento público. Obviamente, el estándar de los mercados más desarrollados, que exige que se demuestre que el

<sup>71</sup> La definición legal de información privilegiada contenida en la Companies Act es: "Información respecto a la cual los siguientes párrafos se cumplen: (a) la información no está disponible generalmente; (b) si la información estuviera disponible generalmente, una persona razonable esperaría que tenga un efecto material en el precio o valor de determinados (...) productos financieros".

inversionista sabía o debía saber que la información era privilegiada, es necesario para evitar resultados contraproducentes, consistentes en la imposición de sanciones a personas que no han cometido una conducta reprochable pues se han limitado a recibir de buena fe información que no tenían por qué suponer que hubiera tenido una fuente indebida.

Pero, como si ello no fuera suficiente, la LMV establece además unas presunciones de conocimiento de información privilegiada que no sólo dan lugar a graves problemas de aplicación, sino que resultan claramente cuestionables desde el punto de vista constitucional. Así, el artículo 41 señala que se presume, salvo prueba en contrario, que los directores y gerentes del emisor y de sus sociedades vinculadas, los accionistas con una participación superior al 10% del capital social del emisor, y el cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas anteriores “poseen información privilegiada”. Nótese que la LMV no señala sobre qué se presume que poseen información privilegiada estas personas. Parecería que la ley les imputa un conocimiento absoluto de todos los negocios y operaciones del emisor y, en consecuencia, asume que basta que exista información material no revelada para que automáticamente y sin más requisito se asuma que las personas enumeradas en la disposición conocen dicha información. Se dirá que la prohibición no es absoluta y que admite prueba en contrario. Sin embargo, la prueba de la falta de conocimiento sobre un hecho es la más diabólica de las pruebas. El resultado práctico es que si esta disposición se aplicase en sus términos, las personas enumeradas en el artículo 41 deberían abstenerse de efectuar transacciones con valores del emisor al que se encuentran relacionados.

El artículo 42, por su parte, establece presunciones *iuris tantum* de que poseen información privilegiada, entre otros, “los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación” y “las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión”. En este caso, las presunciones se aplican sólo en la medida que las personas afectadas “puedan tener acceso al hecho objeto de la información”. No obstante la falta de

claridad de la disposición, parecería que el sentido de la norma es establecer una presunción de que las personas mencionadas en la norma conocen cualquier información privilegiada contenida en documentos a los que hayan tenido acceso o referida a hechos o circunstancias en los que hayan participado o cuya información se haya puesto a su disposición. El resultado, sin embargo, parecería ser tan contraproducente como el que genera la presunción del artículo 41, pues conllevaría a sancionar a personas por uso indebido de información privilegiada sin que se tenga que probar siquiera que han tenido conocimiento de la información.

En realidad, por el hecho de permitir la imposición de sanciones sin evidencia de la comisión de una falta, ambas presunciones resultan contrarias al principio de presunción de inocencia que reconoce el literal e) del inciso 24 del artículo 2 de la Constitución. Esta garantía se aplica a los procedimientos administrativos sancionadores, de acuerdo a lo que se señala en el inciso 9 del artículo 230 de la Ley del Procedimiento Administrativo General: “Las entidades deben presumir que los administrados han actuado con apego a sus deberes mientras no cuenten con evidencia en contrario”. Como lo ha señalado el Tribunal Constitucional español, la presunción de inocencia “por sí determina la exclusión de la presunción inversa de culpabilidad de cualquier persona en cuanto no demostrara su inocencia y, a la vez, el reconocimiento de la aludida presunción de inocencia mientras que en el expediente administrativo sancionador no se demuestre o pruebe su culpabilidad; no incumbiendo al expedientado la carga de la prueba de su inocencia sino que la carga de la prueba de su culpabilidad viene atribuida al que la mantiene”<sup>72</sup>. Siendo este un derecho de rango constitucional, no cabe duda de que la aplicación de una sanción basada en la presunción de posesión de información privilegiada sería inconstitucional por violatoria de la presunción de inocencia, así la presunción se encuentre establecida en norma con rango de ley.

#### D. Particularidades aplicables en las OPAs

Con frecuencia, la adquisición de una sociedad se realiza por medio de una OPA o da lugar a ella. Cuando las acciones con derecho a voto de la sociedad adquirida se encuentran inscritas en una

<sup>72</sup> Sentencia del 28 de febrero de 1989 (Artículo 1462; Martínez San Juan), citada por: NIETO, Alejandro. “Derecho Administrativo Sancionador”. Tecnos: Madrid. 2002. p. 383.

bolsa de valores, o en ciertos otros supuestos, puede ser obligatorio realizar la adquisición a través de una oferta pública de adquisición. Así, por ejemplo, el numeral 1 del artículo 1 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición<sup>73</sup> (en adelante, “la Directiva 2004/25/CE”) señala que sus disposiciones serán de aplicación a las ofertas públicas de adquisición de valores que confieran derechos de voto en una sociedad, “cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado (...) en uno o varios Estados miembros”. En otros casos, la realización de una OPA no deriva de una obligación legal, sino que se debe a razones prácticas, habida cuenta del grado de dispersión del accionariado. Ello sucede, por ejemplo, en la regulación de los Estados Unidos, donde la normativa federal no establece la obligación de realizar una OPA, pero sí regula la información y los plazos y procedimientos en los casos en los que se efectúe voluntariamente una oferta pública de adquisición<sup>74</sup>. No es este el lugar para abordar en forma general el tratamiento de las OPAs<sup>75</sup>. Me referiré simplemente a algunas notas que pueden derivar de la aplicación de las disposiciones referidas a la información en las OPAs en el contexto de operaciones de fusión y adquisición.

En los casos en los que una operación de adquisición implique la realización de una OPA, sea que se trate de una OPA voluntaria o de una OPA obligatoria, o de una OPA previa o una posterior, entran a tallar en la operación las disposiciones del ordenamiento sobre OPAs referidas a la información, las cuales están destinadas a asegurar que los accionistas a los que se dirige la oferta tengan a disposición la información necesaria y el tiempo requerido para evaluarla adecuadamente. Como lo expresan los General Principles del Takeover Code británico (la fuente normativa más importante para la regulación sobre esta materia): “2. Los tenedores de valores de una empresa objetivo deben tener suficiente tiempo e información para permitirles alcanzar una

decisión adecuadamente informada sobre la oferta”<sup>76</sup>. El tratamiento de la información previsto en las normas sobre OPA es un elemento más que debe considerarse con relación al régimen de la información referido a las fusiones y adquisiciones. Este régimen se superpondrá a las consideraciones relacionadas a la obligación de informar y al tratamiento de la información privilegiada descritos anteriormente, e implicará ciertas obligaciones y restricciones adicionales.

Sin embargo, la trascendencia que tendrá el régimen de información sobre las OPAs y el momento en que surgirán las cuestiones normativas correspondientes variará significativamente según si la OPA que se prevea realizar sea una OPA previa o una OPA posterior. En efecto, tanto las ofertas públicas de adquisición obligatorias como las voluntarias pueden efectuarse en forma previa a la adquisición del control sobre la empresa objetivo, como también en forma posterior. En el primer caso, son el medio a través del cual se adquiere el control de la sociedad objetivo, mientras que en el segundo caso son normalmente consecuencia de la adquisición del control<sup>77</sup>. En una OPA previa, las cuestiones relativas a la información tienen mucho mayor trascendencia y sensibilidad, pues la eventual adquisición de control del potencial oferente respecto de la sociedad objetivo no será normalmente conocida, lo que permite subrayar el carácter material y no público de la información. En cambio, en las OPAs posteriores, la toma de control ya se ha consumado y conocido, de manera que el componente más trascendente y sensible de la información se habrá hecho público ya e incorporado a los precios de los valores.

El artículo 68 de la LMV establece un régimen de OPA obligatoria y señala que “la persona (...) que pretenda adquirir o incrementar, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con

<sup>73</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. 30 de abril de 2004. L 142/12.

<sup>74</sup> Ver LOSS, Louis. “Fundamentals of securities regulation”. Boston: Little Brown & Co. 1988. pp. 507 y siguientes.

<sup>75</sup> Para un análisis de los fundamentos de política legislativa de la OPA obligatoria ver: GARCIA DE ENTERRÍA, Javier. “La OPA Obligatoria”. Madrid: Civitas. 1996; y SALA I Andrés, Anna María. “Las OPAs obligatorias ordinarias”. Barcelona: Bosch. 2000. Para una descripción del tratamiento normativo contemporáneo de las OPAs en la Unión Europea, incluyendo instituciones tales como el derecho de venta y el derecho de compra forzosa y la neutralización de restricciones a la libre transmisibilidad y al derecho de voto sobre las acciones, consultar la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 21 de abril de 2004, sobre las ofertas públicas de adquisición, en: Diario Oficial de la Unión Europea. 30 de abril de 2004. L 142/12.

<sup>76</sup> Takeover Code. General Principles 2.

<sup>77</sup> Ver: SALA I Andrés, Anna María. Op. cit. pp. 127 y siguientes.

derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad". El artículo 71 de la LMV, a su vez, habilita a CONASEV a "dictar las normas para regular el régimen de la oferta pública de adquisición y los supuestos de excepción a la obligación de efectuar la misma, determinar los casos en los que corresponda la realización de una oferta pública de adquisición, así como las consecuencias que se deriven en caso de no efectuarlas y las normas para su aplicación (...)".

De acuerdo con esta disposición, CONASEV ha dictado el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión<sup>78</sup> (en adelante, "el Reglamento de OPA"), en el cual ha consagrado un régimen mixto de OPA previa y OPA posterior. En este sentido, el artículo 6 del Reglamento de OPA señala que la OPA debe realizarse en forma previa a la adquisición, salvo cuando la adquisición de participación significativa se haya efectuado de forma indirecta, o como consecuencia de una oferta pública de venta, o en no más de cuatro actos dentro de un período de tres años. Nada impide, además, utilizar la OPA en forma puramente voluntaria.

Lamentablemente, el Reglamento de OPA optó por no establecer un sistema puramente posterior para la OPA obligatoria y mantener la OPA previa como un mecanismo voluntario, como sí lo hace el Takeover Code británico, modelo que ha sido adoptado por la Unión Europea en la Directiva 2004/25/CE<sup>79</sup>. Al mantener la obligación de efectuar una OPA previa en ciertas circunstancias, se dificulta la toma de control en contra de una de las finalidades de la normativa de OPA, se obliga a analizar la intención del oferente y se generan diferencias de tratamiento normativo que rayan en lo arbitrario. En todo caso, independientemente de esas consideraciones, el hecho es que las partes en una operación de adquisición y en particular el potencial adquirente, deberán analizar cuidadosamente el régimen de oferta pública de adquisición a fin de establecer si existirá obligación

de efectuar una OPA y el tipo de ésta, ya que ello tendrá consecuencias importantes, entre otras cosas, en el tratamiento de la información respecto de la operación.

#### 1. Etapa anterior al anuncio de una OPA

La información sobre una OPA respecto de los valores de un determinado emisor es especialmente idónea para generar movimientos significativos en el precio. Puede también tener impacto respecto del precio de los valores del potencial oferente. Es por ello que la normativa internacional normalmente incluye disposiciones destinadas a garantizar la reserva de dicha información hasta que se anuncie la potencial OPA y acelerar, en el mayor grado posible, la realización de dicho anuncio. Al respecto, el Takeover Code británico señala lo siguiente: "La importancia vital de un secreto absoluto antes de un anuncio debe ser enfatizada. Todas las personas que conozcan la información confidencial, y en particular información capaz de influir el precio (*"price-sensitive information"*) respecto de una oferta u oferta potencial deben tratar dicha información como secreta y sólo pueden comunicársela a otra persona si es necesario hacerlo y si esa persona es hecha conciente de la necesidad de mantener el secreto. Todas esas personas deben conducirse de forma de minimizar las posibilidades de una filtración accidental de la información"<sup>80</sup>. En este sentido, el artículo 40 de la LMV califica expresamente comp información privilegiada a "aquella referida a las ofertas públicas de adquisición". Ello determina que, hasta que la información respecto de una posible OPA sea divulgada al mercado, serán de aplicación las prohibiciones de transar, revelar y recomendar mencionadas precedentemente, en la forma que allí se indica.

#### 2. Anuncio preliminar de intención de formular una OPA

En algunos ordenamientos se establece normas destinadas a evitar que transcurra demasiado tiempo entre la decisión de efectuar una oferta y

<sup>78</sup> Resolución CONASEV 009-2006/94.10.

<sup>79</sup> Señala el numeral 1 del artículo 5 de la Directiva 2004/25/CE: "Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad (...) que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4". Y el numeral 2 añade: "La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores".

<sup>80</sup> Takeover Code 2.1.

el anuncio. En este sentido, en el numeral (12) de la parte considerativa de la Directiva 2003/25/CE se señala que “a fin de limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, debe exigirse a los oferentes que anuncien lo antes posible su decisión de presentar una oferta y que informen de ésta a la autoridad supervisora”.

El Takeover Code británico establece más bien ciertas circunstancias en las cuales es necesario efectuar un anuncio respecto de la intención de efectuar una OPA. Entre ellas se incluye situaciones en las que “luego de una aproximación a la compañía objetivo, ésta es objeto de rumores o especulaciones o hay un movimiento adverso en el precio de sus acciones”; o cuando, sin que exista una aproximación, se generan tales rumores o movimientos de precio “y existen motivos razonables para suponer que son las acciones del potencial oferente las que han conducido a la situación”; o “cuando las negociaciones o discusiones van a ser extendidas para incluir a más de un número muy restringido de personas (fuera de los que necesitan conocer la información en la compañías involucradas y sus asesores)” tales como, por ejemplo, los encargados de estructurar el financiamiento de la oferta<sup>81</sup>. Si no existe aún una intención firme de lanzar una oferta o no se han cumplido las condiciones para hacerlo, todavía no se requiere efectuar un anuncio definitivo. Como lo señala el Takeover Code, normalmente bastará “un breve anuncio de que existen conversaciones (no existe necesidad de informar el nombre del potencial oferente) o que un potencial oferente está considerando realizar la oferta será normalmente suficiente”<sup>82</sup>. Es importante destacar que para el Takeover Code, mientras el oferente potencial no haya contactado al directorio de la empresa objetivo, la responsabilidad sobre cualquier anuncio le corresponde al potencial oferente. En cambio, cuando se ha efectuado ya el contacto, la responsabilidad de cualquier anuncio corresponderá normalmente al directorio de la potencial empresa objetivo<sup>83</sup>.

### 3. Anuncio de intención firme de formular una OPA

No existe, en el derecho comparado, una fecha fija en la que deba comunicarse públicamente la

intención firme de realizar una OPA previa. El numeral 1 del artículo 6 de la Directiva 2004/25/CE señala, por ejemplo, que “los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la entidad supervisora”. Sin embargo, no queda claro si lo que gatilla dicha obligación es la determinación interna de la sociedad oferente o la comunicación de dicha intención a la sociedad objetivo. Al respecto, por ejemplo, el Takeover Code señala que se requiere un anuncio “cuando una intención firme de realizar una oferta (cuya realización no está, o ha dejado de estar, sujeta a cualquier pre condición) es notificada al directorio de la sociedad objetivo de una fuente serie, independientemente de la actitud del directorio sobre la oferta”<sup>84</sup>. Ello evidencia que, bajo la normativa británica, la comunicación se volvería obligatoria una vez que la intención firme de efectuar la oferta ha sido comunicada al directorio de la sociedad objetivo y no simplemente por el hecho de que el potencial oferente ha tomado la determinación de efectuarla. De otra parte, debe efectuarse una comunicación sobre la intención de efectuar una OPA posterior cuando se alcanza el porcentaje de participación en los derechos de voto que da lugar a la obligación de realizarla.

Es importante tener presente que el anuncio sobre la intención firme de efectuar una OPA da lugar en algunos casos a las limitaciones a la actuación del emisor correspondientes a la “*passivity rule*”<sup>85</sup>. Así, el numeral 2 del artículo 9 de la Directiva 2004/6/CE señala que dichas limitaciones se aplican desde la fecha en que el directorio de la empresa objetivo reciba la comunicación del oferente comunicándole la intención de realizar la OPA, prescribiendo también que los Estados miembros pueden adelantar dicha fecha de inicio “por ejemplo, a partir de aquél (momento) en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta”. En un sentido similar el artículo 56 del Reglamento de OPA señala que tales limitaciones operan “desde que (los órganos de administración del emisor) tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA y hasta la publicación del resultado”. Así pues, el anuncio de la intención de lanzar una OPA puede

<sup>81</sup> Takeover Code 2.2.

<sup>82</sup> Takeover Code 2.4.

<sup>83</sup> Takeover Code 2.3.

<sup>84</sup> Takeover Code 2.2. (a).

<sup>85</sup> Ver: PAYET, José Antonio. “OPA hostiles y medidas de protección”. En: *Ius et Veritas* 23. 2001.

tener una utilidad estratégica en el caso de una toma de control hostil, dando origen a la aplicación del deber de neutralidad de la administración.

El anuncio hecho por un potencial oferente de su intención de efectuar una OPA puede tener consecuencias dramáticas sobre la empresa objetivo, así como sobre el precio de sus valores. De un lado, dicho anuncio puede significar que la compañía está "en juego" y que puede ocurrir prontamente un cambio de control. De otro lado, puede implicar también la aplicación la regla de pasividad y limitar la actuación de los órganos de administración de la empresa. Es por esta razón que en los mercados de valores más desarrollados la normativa advierte expresamente sobre el cuidado que debe observar una empresa antes de realizar un anuncio de este tipo y la seriedad que debe revestir su propósito respecto de la oferta. Así, el Takeover Code señala que "un oferente sólo debe anunciar una intención firme de realizar una oferta luego de la consideración más cuidadosa y responsable. Tal anuncio debe ser hecho sólo cuando un oferente tiene todas las razones para considerar que tiene y continuará teniendo la capacidad de implementar la oferta"<sup>86</sup> y que "cuando se haya realizado un anuncio de una intención firme de realizar una OPA, el oferente debe normalmente proceder con la oferta salvo que, de acuerdo con las disposiciones de la Regla 13, el oferente pudiera invocar una condición a la oferta en caso que la oferta fuera hecha"<sup>87</sup>. En los Estados Unidos la regla 14e-8 califica como fraudulento el anunciar la intención de realizar una OPA en caso no se tenga la intención de realizar la oferta y completarla en un tiempo razonable y no se cuente con una creencia razonable en que se tiene los medios para cumplir con los términos de la oferta<sup>88</sup>.

En la regulación peruana no existen normas similares a las reseñadas sobre las OPAs. Ésta únicamente contempla, como se verá más adelante, que la OPA se debe comunicar formalmente el día anterior a su inicio.

#### 4. La comunicación de OPA

Normalmente, la forma como una OPA debe ser comunicada y los requisitos referidos a la información que debe brindarse tanto a la empresa objetivo cuanto a los destinatarios últimos de la oferta son regulados detalladamente. Así, por ejemplo, el numeral 2 del artículo 6 de la Directiva 2004/25/CE señala que "los Estados miembros velarán porque el oferente tenga la obligación de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa". Establece también un régimen administrativo de control de la información contenida en el prospecto y exigencias de publicación de los documentos de oferta, a fin de que esos documentos sean fácilmente accesibles<sup>89</sup>.

La normativa peruana sigue el modelo europeo y es bastante exigente en cuanto al contenido de los documentos donde consta la comunicación formal y los términos de la oferta. En este sentido, el artículo 12 del Reglamento de OPA ordena que la OPA se comunique el día anterior a su entrada en vigencia a la sociedad objetivo, a CONASEV y a la Bolsa, adjuntando un prospecto informativo con la información exigida por la norma, el texto del aviso de OPA requerido, así como otra documentación. El aviso debe publicarse en los medios, así como en el boletín diario de la Bolsa, y el prospecto informativo debe estar a disposición de los interesados durante toda la duración de la oferta.

#### 5. El informe del directorio

En el derecho comparado se exige que el directorio de la sociedad objetivo, como parte de sus deberes fiduciarios, emita un informe a los accionistas de la sociedad emisora manifestando su opinión respecto de la OPA. Así, por ejemplo, en la Takeover Code se señala que el directorio de la empresa objetivo debe obtener asesoría independiente

<sup>86</sup> Takeover Code 2.5.

<sup>87</sup> Takeover Code 2.7. La Regla 13 del Takeover Code prohíbe las condiciones meramente potestativas y regula el requisito de objetividad de las condiciones a una OPA.

<sup>88</sup> Regla 14e-8: "It is a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any person to publicly announce that the person (or a party on whose behalf the person is acting) plans to make a tender offer that has not yet been commenced, if the person: a. Is making the announcement of a potential tender offer without the intention to commence the offer within a reasonable time and complete the offer; b. Intends, directly or indirectly, for the announcement to manipulate the market price of the stock of the bidder or subject company; or c. Does not have the reasonable belief that the person will have the means to purchase securities to complete the offer".

<sup>89</sup> Directiva 2004/25/CE, artículos 6 y 8.

respecto de la oferta y poner el contenido sustancial de dicho asesoramiento en conocimiento de los accionistas<sup>90</sup>. Igualmente, la Directiva 2004/25/CE señala en su artículo 9, numeral 5, que “el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta”. Una obligación similar se establece en el artículo 15 del Reglamento de OPA, que señala que el órgano de administración de la sociedad objetivo “deberá emitir un informe fundamentado indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada, detallando sus observaciones a favor y en contra”<sup>91</sup>.

#### 6. El deber de neutralidad

El artículo 56 inciso c) del reglamento de OPA señala que “desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor, deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas (...)”.

Una de las manifestaciones principales del deber de neutralidad se da en materia de acceso a la información de distintos oferentes competidores. Se sabe que la información respecto de las operaciones y negocios de la empresa objetivo es de vital importancia en una adquisición y que la posesión de mayor información puede permitir a un oferente perfilar mejor su oferta que otro y darle una ventaja significativa en una eventual competencia por el control de la empresa objetivo. En este sentido, la igualdad de acceso a la información entre potenciales oferentes competidores es fundamental. Como lo señala el Takeover Code británico: “Cualquier información, incluyendo los datos de los accionistas, que se de a un oferente, nombrado o no nombrado, debe, a solicitud, ser entregada por igual y prontamente a cualquier otro

oferente o potencial oferente de buena fe, aún si el otro oferente es menos bienvenido (...)”<sup>92</sup>.

#### V. CONCLUSIÓN

El tratamiento de la información desde el punto de vista de la regulación del mercado de valores tiene una importancia fundamental en las operaciones de fusiones y adquisiciones. En estas operaciones surgirá información no pública, cuya divulgación tendría la capacidad de influir en el precio de los valores de un emisor. Esta información genera importantes consecuencias normativas, tanto desde el punto de vista de la obligación de informar, como de las prohibiciones relacionadas con la información privilegiada. En los casos en que se realice una oferta pública de adquisición, se superpondrán, además, las disposiciones especiales que regulan la información en este tipo de transacciones. Todo ello obliga a analizar cuidadosamente el régimen legal de la información cuando se planifique y ejecute una operación de adquisición, venta o fusión de empresas, a fin de determinar el grado de contacto que existe con el mercado público de valores, el surgimiento de información material, la obligación de revelarla y la posibilidad de diferir su revelación; las medidas de control que se debe adoptar para evitar filtraciones; las respuestas ante éstas o ante rumores o publicaciones en prensa; así como el régimen de prohibiciones aplicable mientras la información no sea pública.

El ordenamiento jurídico peruano en esta materia presenta importantes deficiencias, vacíos e inconsistencias que requieren corrección. Ello se manifiesta, principalmente, en un tratamiento imperfecto y confuso del concepto de hecho de importancia en las normas reglamentarias dictadas por CONASEV, en los requisitos normativos para que tales hechos puedan mantenerse en reserva y en el tratamiento de la información privilegiada. Ello hace indispensable, a mi criterio, una pronta revisión de la LMV y sus normas reglamentarias en estos aspectos a la luz de los avances realizados en la regulación de los mercados más desarrollados.

<sup>90</sup> Takeover Code, Regla 3.

<sup>91</sup> La indicada disposición exige que en el informe se deje constancia de “a) La información relativa a la existencia de algún acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los miembros de sus órganos de administración y/o los accionistas de la sociedad objetivo; b) La información proporcionada por los miembros del Directorio, el Gerente General o los principales ejecutivos de la sociedad objetivo, que pudiera implicar la existencia de cualquier conflicto de interés, actual o potencial, que pudieran tener respecto de la oferta; c) Las observaciones o reparos, y su respectivo sustento que hubiere formulado cualquier director, respecto de las ventajas y desventajas de aceptar la OPA; d) Cualquier otra información que sea de conocimiento del Directorio y que sea relevante para la decisión a ser adoptada por los destinatarios de la oferta”.

<sup>92</sup> Takeover Code 20.2.