

# PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

## FACULTAD DE DERECHO



PONTIFICIA  
**UNIVERSIDAD**  
**CATÓLICA**  
DEL PERÚ

TÍTULO:

**¿INCENTIVANDO EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO? CONSIDERACIONES SOBRE LA OBLIGATORIEDAD DE FORMULAR UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA) EN EL PERÚ: UNA APROXIMACIÓN TEÓRICA DESDE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES Y EVIDENCIA EMPÍRICA A PARTIR DEL CASO PERUANO**

Tesis para optar el Título Profesional de Abogado que presenta el  
Bachiller

**William Bryan Lazo del Castillo**

Asesor:  
Juan Luis Hernández Gazzo

Lima, Junio del 2015

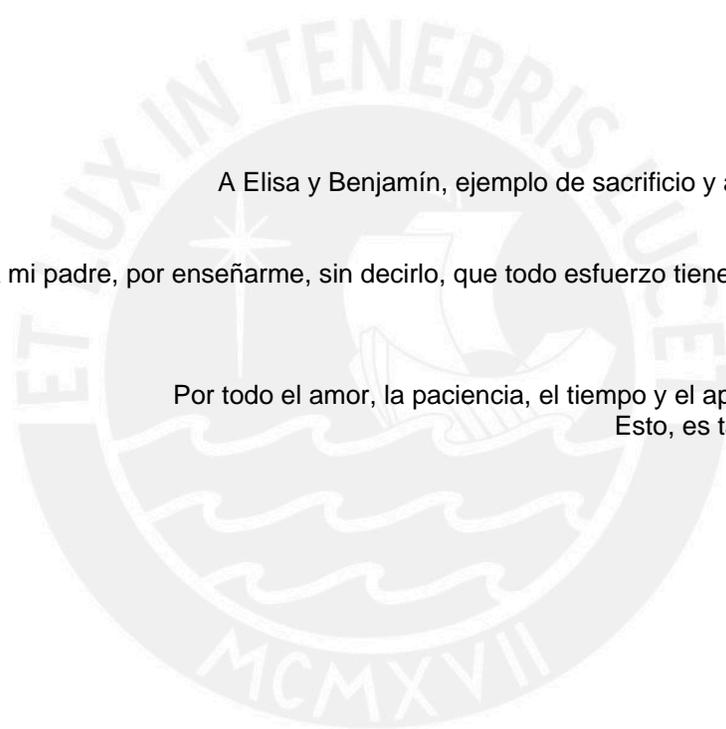
A Elisa y Benjamín, ejemplo de sacrificio y amor. Un Ejemplo.

A mi padre, por enseñarme, sin decirlo, que todo esfuerzo tiene una recompensa.

Por todo el amor, la paciencia, el tiempo y el apoyo incondicional.

Esto, es tan tuyo como mío.

De los dos.



*“Nada en el mundo, ni, en general, tampoco fuera del él, puede considerarse como bueno sin restricción, a no ser tan sólo por una ‘buena voluntad’”*  
Immanuel Kant, “Fundamentación de la Metafísica de las Costumbres”, 1785.



## ÍNDICE

<b>INTRODUCCION.....</b>	<b>1</b>
<b><u>PARTE PRIMERA: MARCO TEÓRICO</u> .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I</b>	
<b>FUSIONES Y ADQUISICIONES:</b>	
<b>DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS AL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO .....</b>	<b>6</b>
1. La Adquisición Corporativa o de Empresas .....	7
[*] <i>Nota Previa:</i> Consideraciones conceptuales .....	8
1.1 Concepto .....	10
1.2 Modalidades de adquisición .....	18
1.2.1 Adquisición de Activos.....	19
1.2.2 Adquisición de Acciones .....	28
a) Adquisiciones en el mercado abierto ( <i>ramassage</i> , negociación directa y cesión de control) .....	32
b) Oferta Pública de Adquisición – OPA ( <i>tender offer</i> o <i>take over</i> <i>bid</i> ) .....	33
c) Emisiones directas .....	33
1.2.3 Reorganizaciones societarias.....	34
a) Fusión .....	35
(i) Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación .....	37
(ii) Fusiones Horizontales, Verticales y Conglomerados.....	39
(iii) Fusiones Directas y Fusiones Triangulares.....	40
b) Escisión (total y parcial) .....	44
c) Reorganización Simple .....	49
1.2.4 Contratos sobre derechos políticos .....	53
a) Delegación de voto ( <i>proxy</i> ) .....	55
b) Convenios parasocietarios.....	56

c) Contratos de dominación .....	61
1.3 Diferencias, ventajas y desventajas entre las modalidades de adquisición .....	63
1.4 Factores que afectan la elección de la modalidad de adquisición .....	65
2. El Mercado de Control Societario .....	67
2.1 Concepto en sentido amplio .....	69
2.2 Concepto en sentido estricto: La Teoría del Mercado de Control Societario (TMCS) .....	72
2.2.1 La separación de propiedad y gestión en las grandes sociedades cotizadas: el conflicto de intereses .....	73
2.2.2 Alineando intereses: mecanismos internos y externos de control .....	77
2.2.3 El mercado de control societario: concepto en sentido estricto, función económica e importancia .....	88
2.2.4 El mercado de control societario y las OPAs .....	95
2.3 Breve análisis sobre la aplicación de la TMCS en el Perú.....	98
2.3.1 La estructura de propiedad en las sociedades cotizadas peruanas: ¿divergencia entre propiedad y control?.....	99
2.3.2 La TMCS en el Perú .....	103
3. ¿Por qué adquirir una sociedad? La racionalidad económica detrás de la adquisición de sociedades .....	109
3.1 Naturaleza económica de las adquisiciones: un modelo simple de Intercambio .....	109
3.2 Principales razones para llevar a cabo una adquisición: “sinergias y otras fuentes generadoras de valor”.....	114
3.2.1 Integración horizontal y sinergia operativa .....	116
3.2.2 Economías de Escala o integración vertical .....	118

3.2.3 La mejora de la gestión de la sociedad adquirida (mercado de control) .....	119
3.2.4 Ventajas fiscales .....	121
3.2.5 Adquisición de sociedades como empleo de fondos excedentes ....	123
3.2.6 Combinación de recursos complementarios .....	124
3.2.7 El incremento del poder de mercado .....	125
3.3 Razones discutibles para llevar a cabo una adquisición .....	126
3.3.1 La diversificación del riesgo mediante adquisiciones de tipo “conglomerado” .....	126
3.3.2 Motivaciones de los directores: la “arrogancia” directiva .....	127
3.3.3 Efecto sobre los beneficios por acción .....	129
3.3.4 Menores costos de financiación: sinergia financiera .....	129
3.3.5 Las adquisiciones como defensa .....	130
<b>CAPÍTULO II</b>	
<b>LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA) .....</b>	<b>132</b>
1. La OPA: Consideraciones generales.....	133
1.1 Concepto.....	133
1.2 Finalidad y/o función económica .....	139
1.3 Principios o características internas de la OPA .....	147
1.3.1 <i>Nota aclaratoria:</i> distinción con los Principios que regulan el Mercado de Valores.....	148
a) Principio de Protección al inversionista .....	148
b) Principio de Transparencia .....	149
c) Principio de Trato Igualitario .....	151
1.3.2 Primer Principio de la OPA: Igualdad de condiciones o trato igualitario .....	152
1.3.3 Segundo Principio de la OPA: Transparencia .....	154
1.4 Modalidades de OPA .....	156

1.4.1	Por su reglamentación .....	156
a)	OPA reglamentada .....	156
b)	OPA no reglamentada .....	158
1.4.2	Por su obligatoriedad .....	158
a)	OPAs obligatorias .....	158
b)	OPAs voluntarias .....	158
1.4.3	Por su finalidad .....	159
a)	OPAs obligatorias ordinarias o “de control” .....	159
b)	OPAs obligatorias residuales o “con finalidades específicas” .....	159
1.4.4	Por su extensión .....	160
a)	OPA total .....	160
b)	OPA parcial .....	160
1.4.5	Por el momento de su formulación .....	160
a)	OPA Previa o <i>a priori</i> .....	160
b)	OPA Posterior o <i>a posteriori</i> .....	161
1.4.6	Por la posición que adopta el órgano de administración de la <i>target</i> .....	161
a)	OPA hostil .....	161
b)	OPA amistosa .....	162
1.4.7	Por el tipo de contraprestación ofrecida .....	162
a)	En efectivo .....	162
b)	En valores .....	162
c)	Mixta .....	163
2.	La regulación de la OPA: Aspectos generales .....	164
2.1	La regulación y la No regulación de la OPA .....	164
2.1.1	Argumentos a favor .....	166
a)	Protección del accionista minoritario .....	166
b)	Transparencia e Integridad del Mercado de Valores .....	168

2.1.2 Argumentos en contra .....	171
a) La prima de control corresponde al accionista controlador .....	172
b) Aumentos de costos de transacción .....	174
c) Perjuicios al accionista minoritario.....	176
d) Problemas de acción colectiva: aplicación del “dilema del prisionero” .....	177
2.1.3 Conclusión: Opciones de Política Regulatoria .....	177
a) No regular .....	178
b) Regular: material o procedimental.....	178
2.2 Modelos regulatorios de la OPA .....	179
2.2.1 El modelo Estadounidense: Sistema de OPA voluntario o facultativo .....	180
a) Formación del sistema y fundamento .....	180
b) Marco normativo: La <i>Williams Act</i> .....	181
(i) Descripción del sistema .....	181
(ii) Finalidad, Principios y bien jurídico tutelado .....	185
c) Otros ordenamientos inspirados en el modelo estadounidense .....	186
2.2.2 El modelo Británico: Sistema de OPA obligatorio .....	189
a) Formación del sistema y fundamento .....	189
b) Marco normativo: <i>The City Code on Takeovers and Mergers</i> .....	191
(i) Descripción del sistema .....	191
(ii) Finalidad, Principios y bien jurídico tutelado .....	197
c) El Principio de Igualdad de Trato (PIT) del modelo británico de OPA obligatoria y su relación (o diferencia) con otros principios de la misma denominación: Breves consideraciones conceptuales.....	201
(i) PIT del Derecho de Sociedades .....	202
(ii) PIT del Derecho del Mercado de Valores.....	202
(iii) PIT del modelo estadounidense de OPA voluntaria.....	203

d)	Breve análisis comparativo de las características del modelo británico de OPA obligatoria respecto de las características de otros sistemas de OPA obligatoria y sus implicancias con el PIT .....	204
(i)	OPA previa vs. OPA posterior.....	205
(ii)	OPA total vs. OPA parcial .....	207
(iii)	El Principio de Igualdad de Trato y sus implicancias en el modelo británico de OPA obligatoria y en otros sistemas de OPA obligatoria .....	208
e)	Otros ordenamientos inspirados en el modelo británico .....	216
(i)	La Comunidad Europea: Directiva 2004/25/CE.....	218
(ii)	España: Real Decreto 1066/2007 .....	220
(iii)	Otras regulaciones europeas: Francia, Italia, Alemania.....	225
(iv)	La regulación latinoamericana: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela .....	228
2.2.3	A manera de conclusión de este punto .....	233
3.	La regulación de la OPA en el Perú .....	237
3.1	Contexto y análisis de las OPAs en el Perú .....	237
3.2	Antecedentes .....	244
3.2.1	Decreto Supremo N° 576-84-EFC .....	244
3.2.2	Decreto Legislativo N° 755 .....	245
3.2.3	Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10 .....	246
3.2.4	Decreto Legislativo N° 861 .....	249
3.2.5	Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10 .....	251
3.2.6	Resolución CONASEV N° 088-2000-EF/94.10 .....	257
3.2.7	Ley N° 27649 .....	263
3.2.8	La regulación española como antecedente normativo .....	264
3.3	Marco normativo actual de la OPA en el Perú .....	266
3.3.1	La Ley del Mercado de Valores (LMV): los artículos 68 y 71 .....	266

3.3.2 El Reglamento de OPA: Resoluciones CONASEV	
N° 009-2006-EF/94.10 y N° 020-2006-EF/94.10 .....	267
3.4 La obligación de formular una OPA en el Perú .....	268
3.5 Características del sistema peruano de OPA obligatorio .....	277
3.6 Finalidad, principios y bien jurídico tutelado .....	279
3.7 Breve análisis de la oportunidad de la OPA en el Perú .....	283
3.7.1 La OPA previa: Análisis y Razonabilidad .....	283
3.7.2 La OPA posterior: Análisis y Razonabilidad .....	288
3.8 La adquisición indirecta de control .....	299
3.9 Excepciones a la obligación de formular OPAs .....	302
3.10 Determinación de la naturaleza de la OPA en el Perú a partir su regulación y de la estructura de propiedad accionaria de su mercado empresarial: ¿Mecanismo para el Tratamiento Equitativo en la distribución de la prima de control? ¿Mecanismo de Opción de Salida para los accionistas? ¿Mecanismo disciplinario y fiscalizador de los administradores? ¿Mecanismo eficiente para adquirir el control? .....	308
3.11 ¿Qué tan costosa es formular una OPA en el Perú? Análisis y determinación de costos a partir de la regulación peruana .....	312

**PARTE SEGUNDA: LA PROBLEMÁTICA DE LA REGULACIÓN DE  
OPAS EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO  
Y PLANTEAMIENTO DE UNA PROPUESTA DE  
SOLUCIÓN..... 315**

**CAPÍTULO III**

<b>PLANTEAMIENTO DE PROBLEMAS .....</b>	<b>316</b>
1. Presentación .....	317
2. Un problema de sobre-costos hasta “llegar al escándalo”. Los casos BACKUS, SIDERPERU, AGRICOLA SINTUCO, CERRO VERDE y el	

escandaloso caso Empresa Eléctrica de Piura .....	319
2.1 El caso BACKUS.....	319
2.2 Los casos Siderperu y Agrícola Sintuco .....	323
2.3 El caso Cerro Verde .....	326
2.4 Un caso de escándalo: el caso Empresa Eléctrica de Piura .....	328
2.5 Otros casos: OPAs “desiertas” y OPAs con resultados ineficientes .....	332
2.5.1 OPAs “desiertas”.....	332
2.5.2 OPAs con resultados ineficientes .....	334
3. Un problema de trato diferenciado en el pago de la prima de control y cómo la regulación se “contradice a sí misma”. Los casos AGRICOLA SINTUCO y PROFUTURO.....	335
3.1 OPAs Agrícola Sintuco 2007 y 2010.....	337
3.2 OPA Profuturo AFP.....	338
4. Un problema de política regulatoria desde las adquisiciones indirectas: “No todos sacan la vuelta”. El caso ENDESA y las OPAs Edegel, Edelnor y Empresa Eléctrica de Piura.....	339
5. Dos problemas de mercado difíciles de resolver. La concentración accionaria y los minoritarios con poder (o la verdadera razón de por qué en el Perú no se pretende cambiar el modelo de OPA obligatorio) .....	346
5.1 El problema de la concentración accionaria .....	346
5.2 El problema de los minoritarios con poder y el esbozo de una respuesta de por qué en el Perú no se pretende cambiar el modelo de OPA obligatorio.....	347
<b>CAPÍTULO IV</b>	
<b>NUESTRAS PROPUESTAS .....</b>	<b>351</b>
1. Propuesta 1: Cambio integral del modelo de OPA obligatoria. Hacia un modelo eficiente de OPA en el Perú .....	352
2. Propuesta 2: Cambio parcial del actual modelo .....	355

<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>356</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>366</b>
<b>ANEXO 1: Resumen de OPAs y Comentarios (2006-2014) .....</b>	<b>389</b>
<b>ANEXO 2: Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) .....</b>	<b>401</b>



## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro No. 1.	Marco Legal de la Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$). Variante 1: operación de venta y liquidación societaria .....	22
Cuadro No. 2.	Marco Legal de la Adquisición de Activos con Pago en Acciones. Variante 1: operación de venta y liquidación societaria .....	24
Cuadro No. 3.	Marco Legal de la Adquisición de Acciones con Pago en Efectivo (\$) .....	28
Cuadro No. 4.	Marco Legal de la Adquisición de Acciones con Pago en Acciones .....	30
Cuadro No. 5.	Marco Legal de la Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación .....	39
Cuadro No. 6.	Marco Legal de la Escisión Total y Escisión Parcial .....	48
Cuadro No. 7.	Marco Legal de la Reorganización Simple .....	51
Cuadro No. 8.	Conceptos del Mercado de control Societario: sentido amplio y sentido estricto .....	95
Cuadro No. 9.	Concentración accionaria de las 20 sociedades con acciones más líquidas y con mayor capitalización bursátil en el Perú y que conforman el índice INCA (a dic 2013) .....	100
Cuadro No. 10.	Regulaciones que siguen el modelo estadounidense de OPA Voluntaria .....	188
Cuadro No. 11.	Extensión del Principio de Igualdad de Trato según sistema de OPA. Modelo Estadounidense vs. Modelos Británico .....	199
Cuadro No. 12.	OPA Previa vs. OPA Posterior. Ventajas y Desventajas .....	206
Cuadro No. 13.	OPA Total vs. OPA Parcial. Ventajas y Desventajas .....	207
Cuadro No. 14.	Elementos del Principio de Igualdad de Trato y su implicancia en los tipos de OPA Obligatoria .....	213

Cuadro No. 15.	Calificación/valoración de los Tipos de OPA Obligatoria a la luz del Principio de Igualdad de Trato .....	214
Cuadro No. 16.	Regulaciones europeas inspiradas en el modelo británico de OPA Obligatoria: Francia, Alemania e Italia .....	227
Cuadro No. 17.	Regulaciones latinoamericanas inspiradas en el modelo británico de OPA Obligatoria: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela .....	230
Cuadro No. 18.	Sistema de OPA Obligatorio vs. Sistema de OPA Voluntario: Finalidad, Principios Fundamentales y Bien Jurídico Tutelado .....	235
Cuadro No. 19.	Resumen de la evolución normativa de la OPA en el Perú .....	274
Cuadro No. 20.	Gastos aproximados del oferente de una OPA en el Perú (en US\$) .....	314
Cuadro No. 21.	Problema de sobre-costos: Valorizaciones OPA BACKUS 2006 (Enfoca e Interinvest) .....	320
Cuadro No. 22.	Problema de sobre-costos: Valorizaciones OPAs Siderperu y Agrícola Sintuco 2007 .....	324
Cuadro No. 23.	Problema de sobre-costos: Valorización OPA Cerro Verde 2007 .....	326
Cuadro No. 24.	Problema de sobre-costos: Valorización OPA EEP 2008 .....	329
Cuadro No. 25.	Problema de sobre-costos: OPAs con resultados ineficientes .....	334
Cuadro No. 26.	Problema de trato diferenciado: OPAs Agrícola Sintuco 2007 y 2010.....	337
Cuadro No. 27.	Problema de trato diferenciado: OPA Profuturo AFP 2010 .....	338

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura No. 1.	Adquisición corporativa y clases de control .....	18
Figura No. 2.	Adquisición corporativa y modalidades de adquisición .....	19
Figura No. 3.	Adquisición de Activos. Variante 1: operación de venta y liquidación Societaria .....	21
Figura No. 4.	Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$). Variante 1: operación de venta y liquidación societaria .....	22
Figura No. 5.	Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Acciones. Variante 1: operación de venta y liquidación societaria .....	23
Figura No. 6.	Adquisición de Activos. Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas .....	25
Figura No. 7.	Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$). Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas .....	26
Figura No. 8.	Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Acciones. Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas .....	27
Figura No. 9.	Esquema general de Adquisición de Acciones con Pago en Efectivo (\$) .....	29
Figura No. 10.	Esquema general de Adquisición de Acciones con Pago en Acciones .....	30
Figura No. 11.	Clases de Adquisición de Acciones .....	34
Figura No. 12.	Esquema general de Adquisición mediante Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación .....	38
Figura No. 13.	Esquema general de Adquisición mediante Fusión Triangular hacia Adelante .....	42
Figura No. 14.	Esquema general de Adquisición mediante Fusión Triangular en reversa .....	43
Figura No. 15.	Clases de Fusiones.....	44

Figura No. 16. Esquema general de Adquisición por Escisión total o propia .....	47
Figura No. 17. Esquema general de Adquisición por Escisión parcial o impropia .....	48
Figura No. 18. Clases de Escisiones.....	49
Figura No. 19. Esquema general de Adquisición por Reorganización Simple .....	51
Figura No. 20. Clases de Contratos sobre derechos políticos.....	54
Figura No. 21. Clases de Convenios Parasocietarios .....	61
Figura No. 22. Crecimiento de operaciones de M&As.....	67
Figura No. 23. Acepciones del concepto de Mercado de Control Societario en sentido amplio .....	72
Figura No. 24. Problema de Agencia: Clases de mecanismos de control interno.....	85
Figura No. 25. Problema de Agencia: Clases de mecanismos de control externo.....	88
Figura No. 26. Finalidad de la OPA vs. Finalidad de la regulación de la OPA. Los distintos criterios de “finalidad”.....	147
Figura No. 27. La regulación de la OPA. Opciones de política regulatoria .....	179
Figura No. 28. Contenido del Principio de Igualdad de Trato .....	201
Figura No. 29. OPAs en el Perú desde la vigencia del Actual Reglamento de OPA.....	237
Figura No. 30. M&As vs. OPAs en el periodo 2013-2014.....	239
Figura No. 31. Sectores económicos donde se desarrollaron las OPAs en el periodo 2006-2014 .....	239
Figura No. 32. Comparativo de OPAs previas y OPAs posteriores (2006-2014).....	240
Figura No. 33. OPAs previas y OPAs posteriores desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA – Por año .....	240
Figura No. 34. Comparativo de OPAs totales y OPAs parciales (2006-2014) .....	241
Figura No. 35. Comparativo de OPAs Directas y OPAs Indirectas: locales y <i>cross border</i> (2006-2014).....	242
Figura No. 36. Número de OPAs con intervención de Entidades Valorizadoras según sean OPAs Previas y OPAs Posteriores .....	243
Figura No. 37. Entidades Valorizadoras contratadas en el periodo 2006-2014 .....	243

Figura No. 38. Contraprestación de OPAs posteriores según Entidades Valorizadoras Métodos de valorización vs. Valor derivado de la operación que generó la obligación de lanzar OPA (2006-2014) .....	298
Figura No. 39. Métodos de valorización seguidos por Entidades Valorizadoras.....	298
Figura No. 40. Número de Adquisiciones Indirectas con el Actual Reglamento de OPA (2006-2014) .....	300
Figura No. 41. Número de Solicitudes de Excepción de Formular una OPA como consecuencia de Adquisiciones Indirectas <i>cross border</i> (2006-2008) .....	307
Figura No. 42. Esquema general de adquisición indirecta .....	339
Figura No. 43. Estructura accionaria de EDELNOR al 31/12/2007 .....	349



## INTRODUCCIÓN

¿Es importante incentivar la adquisición de sociedades y, en particular, el mercado de control societario de sociedades que cotizan sus acciones en bolsa? Pues definitivamente, sí. Razones de índole estrictamente económico sustentan nuestra respuesta. En efecto, innumerables investigaciones sobre Fusiones y Adquisiciones corporativas han determinado que la adquisición de una sociedad genera beneficios para todos los intervinientes de este tipo de operaciones e, incluso, para la economía del propio país donde se realizan. Pasando por el beneficio del adquirente al pagar por un negocio que seguramente ha valorado a un precio mayor al pagado, del vendedor que ha recibido un monto mayor al que valoraba sus acciones, así como de los accionistas minoritarios y de los trabajadores que se verán beneficiados del nuevo controlador que mejorará la gestión del negocio con el fin de recuperar la inversión realizada. Asimismo, variables e indicadores económicos como el empleo; el precio de las acciones del adquirente y de la sociedad objetivo (“*target*”); el poder de mercado; los beneficios/rentabilidad del adquirente y de la sociedad *target*; la tasa de crecimiento, la productividad y el rendimiento tecnológico del país donde se realizan la operaciones de adquisición, abonan en el hecho que la adquisición del control de una sociedad es *per se* beneficiosa, generando bienestar social. Existe, pues, una vinculación directamente proporcional entre el número de tomas de control societario y el Producto Bruto Interno (PBI) de un país.

En ese orden de ideas, imaginemos el beneficio para los países donde se producen mayor cantidad de operaciones de toma de control societario, y más aún en aquellos países donde estas operaciones se realizan mayoritariamente sobre sociedades que cotizan sus acciones en una bolsa de valores (pues son empresas que teóricamente manejan un mayor patrimonio y por ende tienen un mayor impacto en el PBI nacional). No solo se desarrollará la economía de estos países en general, sino también sus mercados de valores en particular.

La Teoría de las Fusiones y Adquisiciones corporativas defiende por ello un marco legal lo menos restrictivo posible, que incentive el mayor número de tomas de control societario y genere con ello un verdadero mercado de tomas de control corporativo. Siendo ello así, cabe preguntarse si el legislador peruano ha tomado nota y ha establecido un marco regulatorio que incentive las transferencias de control societario a nivel de sociedades cotizadas, para de esta manera aportar en el desarrollo económico del país y del mercado de valores peruano en particular.

Al respecto, el Perú ha optado por regular las tomas de control de sociedades que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) a través de un sistema obligatorio de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) que impone al adquirente la obligación de formular una OPA a favor de todos los accionistas de la sociedad objetivo, sea de forma previa o posterior a tal adquisición. La finalidad de esta regulación, según señala el propio legislador, es propiciar que todos los accionistas se vean beneficiados de la prima de control que el adquirente esté dispuesto a pagar por la adquisición.

No obstante esta aparente “buena voluntad” de la regulación peruana de OPAS al establecer un sistema que redistribuye la prima de control entre todos los accionistas, sustentada en una discutible igualdad de trato, la práctica de los últimos años ha demostrado que existen argumentos económicos, jurídicos y de mercado que sustentan la necesidad de revisar esta regulación, al extremo de suprimirla.

El presente estudio aborda estos argumentos a partir de la hipótesis que el mercado de tomas de control corporativo peruano a nivel de empresas que cotizan sus acciones en bolsa no requiere de un sistema obligatorio de OPAs, sino un sistema voluntario que permita agilizar e incentivar las tomas de control societario, generando valor a los agentes intervinientes en este tipo de operaciones, incentivando el mercado de valores en particular y el desarrollo de la economía en general. Esta hipótesis se sustenta en la percepción inicial que se tuvo sobre la regulación peruana de OPAs y del análisis de la experiencia peruana en la ejecución de estas operaciones en los últimos años.

Para establecer la veracidad de nuestra hipótesis, el presente estudio partió de la búsqueda y recopilación de fuente bibliográfica que permitiera entender el fenómeno de las OPAs, así, luego de un análisis detallado se determinó que el trabajo debía partir de un estudio profundo y descriptivo de la Teoría de las Fusiones y Adquisiciones corporativas en general y de las OPAs en particular, al ser estas últimas un mecanismo de adquisición de control corporativo. Para ello, se decidió aplicar en forma ordenada y didáctica la teoría al caso peruano. En este punto, relevante ha sido el aporte de nuestro Asesor, doctor Juan Luis Hernández Gazzo, quien autorizó la compra de importante, actualizada y autorizada bibliografía sobre la materia. Asimismo, importante también fue el apoyo brindado por diversos profesores de nuestra Universidad, quienes desinteresadamente, y sin conocer al autor, prestaron su bibliografía personal para su revisión.

Seguidamente, se pasó al análisis crítico del marco regulatorio peruano y de diversos países del *civil law* y *common law*, abordando el estudio de dieciséis (16) regulaciones extranjeras sobre

OPAs. Luego de ello, se procedió a analizar la experiencia peruana a través del estudio detallado de todos los procedimientos de OPAs ocurridos en el Perú desde el año 2006 (44 en total), fecha en la que entró en vigencia el actual reglamento sobre OPAs (Resolución CONASEV N° 009-2006 y modificatorias), lo que incluyó entrevistas con representantes de las empresas que fueron parte de estas operaciones, de bancos estructuradores, de Sociedades Agentes de Bolsa, de miembros de la Superintendencia del Mercado de Valores, de asesores legales de las empresas participantes, entre otros.

Con todo ello, pudimos validar nuestra hipótesis y concluir que la regulación vigente de OPAs ha generado: (i) costos adicionales para el o los adquirentes, quienes verán incrementado el valor de la operación; (ii) perjuicios a los accionistas minoritarios a los que la propia regulación de OPAs pretende proteger, pues el encarecimiento del costo de la adquisición reducirá el número de transacciones de tomas control, con lo cual la sociedad *target* al no ser adquirida no estará en control de quien mejor la valora y quien mejor la administrará; y, (iii) perjuicios al desarrollo económico del país y de nuestro mercado de valores en particular.

El presente trabajo ha sido dividido en dos grandes partes. La primera está referida al marco teórico que sustenta nuestro estudio y se divide a su vez en dos capítulos, el primer capítulo, titulado “Fusiones y Adquisiciones: De la adquisición de empresas al mercado de control societario”, aborda temas como la adquisición corporativa y su concepto, las modalidades de adquisición y su aplicación bajo ley peruana, el mercado de control societario, su concepto en sentido amplio y en sentido estricto, la Teoría estadounidense del Mercado de Control y su aplicación en el Perú; mientras que el segundo capítulo se centra en el tema de las OPAs a través de tres puntos: (i) consideraciones generales (concepto, finalidad, función económica, principios, modalidades); (ii) la regulación de la OPA, a partir de los dos grandes paradigmas: el modelo británico de OPA obligatorio y el modelo estadounidense de OPA voluntaria, en donde se analizaron otras regulaciones que adoptaron dichos modelos; y, (iii) la regulación peruana sobre OPAs, destacando en este último caso el análisis efectuado a las cuarenta y cuatro (44) OPAs desarrolladas durante el periodo de estudio (2006-2014) y que han sido resumidas en dos Anexos que forman parte de este trabajo; el análisis de la regulación peruana incluye la descripción de todas las normas que regularon la OPA, desde sus inicios, la determinación de la finalidad de la regulación peruana, sus principios y el bien jurídico protegido; asimismo, se determinó la naturaleza de la OPA en el Perú, y se analizó y determinó el costo aproximado de una OPA en nuestro país.

En la segunda parte, titulada “La problemática de la regulación de OPAs en el mercado de valores peruano y planteamiento de una propuesta de solución” presenta también dos capítulos,

el primero donde se exponen los problemas de las OPAs identificados al caso peruano y el segundo capítulo donde se esbozan nuestras dos propuestas de solución a los problemas identificados. Como último punto, presentamos nuestras conclusiones al presente estudio.

Finalmente, pero sin dejar de ser importante, corresponde mencionar que el presente trabajo busca ser un aporte académico dentro del espectro de investigaciones -nacionales y extranjeras- que pueden consultarse en nuestro país vinculadas a la teoría de las fusiones y adquisiciones corporativas, el control corporativo y las OPAs y su regulación, teniendo en cuenta fundamentalmente que es la primera vez que en el Perú un trabajo de investigación aborda de forma amplia, desde una óptica legal y aplicado a la realidad peruana, los fenómenos económicos antes descritos. Esperemos, pues, que así sea.



# PARTE PRIMERA: MARCO TEÓRICO

A large, faint watermark of the university's logo is centered on the page, behind the main title. It features the same circular emblem with a cross, a book, and a lamp, surrounded by the Latin motto "ET LUX IN TENEBRIS LUCET" and the year "MCMXXVII".



# **CAPITULO I**

## **FUSIONES Y ADQUISICIONES:**

### **De la adquisición de empresas al mercado de control societario**

## 1. La Adquisición Corporativa o de Empresas

Un fenómeno económico global que ha sido ampliamente desarrollado por los medios y la literatura financiera, específicamente la relacionada a las finanzas corporativas, es el de la adquisición corporativa, de empresas o, más comúnmente denominada, “fusiones y adquisiciones de empresas” (F&A) o *Mergers and Acquisitions (M&A)*, por su denominación en inglés<sup>1</sup>.

En efecto, basta dar una mirada por los principales semanarios empresariales, económicos y financieros del Perú y el mundo, para tomar nota que día a día se vienen realizando este tipo de operaciones<sup>2</sup>.

Sin embargo, cabe preguntarse ¿a qué se refiere la literatura cuando hace mención al término “adquisición corporativa” o “adquisición de empresas”?, ¿hablamos de lo mismo?, asimismo, ¿hablamos de lo mismo cuando nos referimos a términos como “fusiones o adquisiciones” o “mercado de control societario”, muy usados también por la literatura?

---

<sup>1</sup> Entre la amplia literatura sobre Fusiones y Adquisiciones de empresas, véase SUDARSANAM, P.S. *La Esencia de las Fusiones y Adquisiciones*. México D.F.: Prentice Hall Hispanoamericana, 1996, MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Cuarta edición. Madrid: Mc Graw Hill, 2005; BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Quinta edición. Madrid: Mc Graw Hill, 2007; ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Finanzas Corporativas*. Octava edición. México D.F.: Mc Graw Hill, 2009; BESLEY, Scott y Eugene F. BRIGHAM. *Fundamentos de Administración Financiera*. Décimo Cuarta edición. México D.F.: CENGAGE Learning, 2008; y, BERK, Jonathan y Peter DEMARZO. *Finanzas Corporativas*. México D.F.: Pearson Educación, 2008.

<sup>2</sup> Uno de los últimos informes serios reporta que las transacciones globales por adquisiciones bordearon aproximadamente US\$ 1.8 trillones. Cfr. HUNT, Peter A. *Structuring Mergers & Acquisitions. A guide to creating shareholder value*. Tercera edición. Frederick: Aspen Publisher, 2007. Para información actualizada pueden visualizarse <[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)>; <[www.economist.com](http://www.economist.com)> y <[www.diariodefusiones.com](http://www.diariodefusiones.com)>.

En el presente capítulo trataremos de dar respuesta a estas interrogantes. Para ello, en este primer punto abordaremos los conceptos y características de la denominada “adquisición corporativa o de empresas” (también denominada “fusiones y adquisiciones de empresas”), para posteriormente explicar y entender el concepto del “mercado de control societario”.

### **[\*] NOTA PREVIA: CONSIDERACIONES CONCEPTUALES**

Debido a que gran parte de la literatura económica, financiera y jurídica utiliza de manera indistinta los términos “sociedad” y “empresa”, en el presente trabajo abordaremos estos términos como equivalentes, salvando -desde ya- la diferencia que existe entre ambos conceptos desde el punto de vista estrictamente jurídico y económico<sup>3</sup>, conforme veremos a continuación.

En efecto, el término “empresa” si bien puede denotar a una sociedad, es un concepto económico más amplio que implica a un negocio (o unidad de producción), entendido esto último como la conjunción de capital y trabajo capaz de producir rentabilidad. Por su parte, una sociedad es una institución jurídica recogida legalmente (en el Perú, la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades), que importa la unión de personas para la realización de un fin lucrativo común, conforme a las normas sobre la materia. Así, se puede decir en forma didáctica que la empresa es el género y la sociedad la especie.

Al respecto, ECHAÍZ ha plasmado claramente esta diferenciación:

---

<sup>3</sup> Para un acercamiento a estos conceptos y a su diferencia, véase BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Tecnos. 1994, p. 101; ECHAIZ MORENO, Daniel. *Empresa vs. Sociedad*. En: *Sociedades. Doctrina, Legislación y jurisprudencia*. Lima: Forum, 2005, pp. 31-33

En efecto, la empresa (entendida como la organización económica dedicada a la producción o comercialización de bienes o a la prestación de servicios) puede estructurarse adoptando un modelo individual o un modelo colectivo y en cada caso variarán las modalidades empresariales dependiendo de la legislación en que se enmarque. Así, por ejemplo, en el Perú, una empresa puede organizarse individualmente como empresa unipersonal, empresa individual de responsabilidad limitada e, inclusive, como fundación; y colectivamente, podrá adoptar la forma legal de asociación, comité, cooperativa y la vasta tipología societaria (en sus diversas variantes, tales como: anónima ordinaria, anónima cerrada, anónima abierta, colectiva, en comandita por acciones y civil de responsabilidad limitada, entre otras).

Hasta aquí cogimos fácilmente en la siguiente conclusión: toda sociedad es empresa, pero no toda empresa es sociedad. Y esto lo graficamos concordándolo con la anterior explicación: la sociedad anónima abierta será, a la vez, una sociedad y una empresa; pero la cooperativa será empresa, más no sociedad (...).<sup>4</sup>

Teniendo en cuenta esta diferenciación conceptual –no menos importante-, podemos llegar a concluir lo siguiente:

- *Empresa* es un término general que implica a una organización económica (conjunción de capital + trabajo) encaminada a la generación de beneficios o flujos de caja (rentabilidad). Se puede equiparar a una empresa con el concepto de “negocio”.
- *Sociedad* es una institución jurídica regulada, de carácter particular. Toda sociedad es una empresa.
- *Corporación* es la traducción del término inglés *corporation*, que equivale a una sociedad en los términos antes indicados. Así, por ejemplo, hablamos de lo mismo cuando se habla de derecho societario y derecho corporativo (en ambos casos se refiere a sociedades).

---

<sup>4</sup> ECHAZ MORENO, Daniel. *Empresa vs. Sociedad. Óp. cit.*, pp. 31-32.

- En sentido estricto, cuando se menciona el término *adquisición societaria* (o *adquisición corporativa*) se refiere a la adquisición del control de una sociedad.
- Por su parte, cuando se habla de *adquisición empresarial* o *adquisición de empresas* se refiere a un término más amplio que implica la posibilidad de adquirir el control de un negocio o empresa, sea a través de la adquisición de los activos que componen el negocio o de la adquisición de la entidad jurídica titular de éstos (sociedad, asociación, cooperativa, comité, fundación, etc.). La *adquisición societaria* (o *adquisición corporativa*) está incluida dentro del concepto de *adquisición de empresas*.
- *Fusiones y adquisiciones* se refiere a los métodos o mecanismos para adquirir empresas o sociedades.
- *Mercado de control societario* hace referencia a la existencia de un mercado constante y activo de fusiones y adquisiciones de empresas o sociedades.

Reiteramos, pues, que sin perjuicio de la real definición que tienen los términos “sociedad” y “empresa”, al existir un importante nivel de confusión en la literatura sobre ambos términos, en el presente trabajo abordaremos éstos en forma equivalente.

### 1.1 Concepto

Conforme ha señalado una profusa literatura<sup>5</sup>, podemos afirmar que al hablar de la adquisición corporativa o adquisición de empresas nos estamos refiriendo a un término lato que denota la *toma del control de un negocio*, entendido éste último

---

<sup>5</sup> Véase *Supra* nota 1.

como el conjunto de activos capaz de generar rentabilidad, flujos de caja y/o beneficios futuros. Así, la adquisición de una sociedad o empresa se encuentra directamente vinculada al término *toma de control*, conforme veremos más adelante.

En ese sentido lo expresa el profesor John C. COATES IV, quien al describir las operaciones de adquisición corporativa señala que:

El objetivo básico de toda toma de control es poner los activos de dos o más negocios bajo el control de un solo equipo de administración. Luego de una adquisición de control, la empresa combinada puede ser una entidad legal independiente (quizás con divisiones operativas separadas), o puede tener dos o más entidades legales vinculadas entre ellas bajo una relación matriz-subsidiaria<sup>6</sup>.

Por su parte, en nuestro medio, Alberto REBAZA sostiene que lo que está en juego con la adquisición corporativa, sea mediante compra de acciones, fusión, aporte de capital u otra estructura legal, es la toma de control de un negocio que genera un flujo de caja que, luego de pagar los costos correspondientes, resulta en ganancias y posteriormente en utilidades<sup>7</sup>. De igual forma, Sergio SALINAS manifiesta que el objetivo del grupo adquirente de una sociedad es tomar el control societario: es decir, obtener capacidad decisoria sobre los activos de la empresa que generan el flujo de caja. Esto implica, pues, tomar el control de los

---

<sup>6</sup> Este concepto se encuentra expresado en los materiales de lectura preparados por el profesor John C. Coates IV para el curso titulado "*Mergers & Acquisitions*" que tiene a cargo en la Escuela de Leyes de la Universidad de Harvard. Para mayor información *Cfr.* LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Finanzas Corporativas*. Materiales de Lectura para la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima, ciclo 2007-I, volumen XI, p. 49.

<sup>7</sup> *Cfr.* REBAZA, Alberto. *¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos*. En: Themis 40. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, p. 98.

órganos de decisión de la compañía: junta de accionistas y administración (directorio y gerencia)<sup>8</sup>.

De lo cual se desprende que la adquisición corporativa o de empresas, entendida como la toma de control de un negocio, puede desarrollarse mediante: (i) la adquisición directa de los activos que conforman el negocio (denominada “control de activos”); o (ii) la toma del control de una sociedad (también denominado toma de “control societario”), lo cual conlleva a adquirir de manera indirecta el control de los activos del negocio a través de la adquisición de la persona jurídica titular del negocio. Esta afirmación es descrita por los autores ingleses WEINBERG y BLANK de la siguiente manera:

Las tomas de control de grandes sociedades anónimas [son] aquellas operaciones o procedimientos que permiten adquirir el control de los activos de una sociedad, ya sea directamente al pasar a ser propietario de esos activos o indirectamente al obtener el control de una sociedad<sup>9</sup>.

Como se aprecia, la nota característica en las adquisiciones corporativas o de empresas es el concepto de control<sup>10</sup>. Pero, ¿a qué nos referimos con este término?, ¿qué involucra “tomar el control”?

Al respecto, John C. COATES IV manifiesta que:

El decir que nos enfocaremos en tomas de control, esto es, en operaciones a través de las cuales el control de un negocio pase de una parte a otra, deja abierta la pregunta sobre qué es lo que determina el

---

<sup>8</sup> Cfr. SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado de fusiones y Adquisiciones de empresas: Razones Económicas para las combinaciones empresariales* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones. Materiales de enseñanza para la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima. 2006.

<sup>9</sup> WEINBERG, M.A. y BLANK, M.V. *Take-overs and Mergers* (5th ed.). Londres: Sweet & Maxwell, 1989, p. 1001. Citado por Ana María Sala I Andres. Cfr. SALA I ANDRES, Anna María. *Las OPA's obligatorias ordinarias*. Zaragoza: Bosch Editor, 2000, p. 34.

<sup>10</sup> PROCAPITALES. *Manual del Mercado de Capitales*. Lima: GHG Publicidad S.A., 2011, p. 109.

`control'. La propiedad sobre un activo claramente origina un control sobre este activo, y la propiedad de más del 50% de las acciones de una sociedad generalmente también involucra el control sobre los activos de dicha sociedad<sup>11</sup>.

De esta manera, queda claro que al describir operaciones de adquisición corporativa o de empresas no estamos ante una simple compra de activos o de acciones de una sociedad, sino ante: (i) la adquisición de la propiedad del conjunto de activos que constituyen el negocio o de los principales activos que conforman éste (“control de los activos”); o ante, (ii) la adquisición del “control societario”, el cual –como señala COATES IV- generalmente se obtiene con la adquisición de más del 50% de las acciones con derecho a voto de la sociedad objetivo (también conocida como *target* por la literatura anglosajona).

Respecto del denominado “control de activos” no existen mayores comentarios, en tanto sólo se requiere adquirir la propiedad de los mismos –vía un contrato de compraventa- para hacer efectivo dicho control; siempre, claro está, que se adquieran todos o la mayoría de los activos que componen el negocio. Sin embargo, corresponde precisar cuáles son los alcances generales del “control societario”<sup>12</sup>, debido a que no existe en la doctrina y en la legislación comparada un concepto unánime del mismo.

Así, se puede entender por “control societario” a la posibilidad de dirigir los procesos de toma de decisiones empresariales en el ámbito de la gestión de las

---

<sup>11</sup> LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. Cit.*, p. 50.

<sup>12</sup> El término “Control” tiene en el idioma español diversos significados, tanto desde un punto de vista gramatical, como desde un punto de vista económico y jurídico. Para un análisis detallado de cada uno de sus significados, véase RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Significado del control empresarial en el Derecho Español*. En: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Tomo tres. Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, pp. 3315-3353.

sociedades<sup>13</sup>. Básicamente, se dice que dicha capacidad de decidir y dirigir la gestión social se presenta mediante dos manifestaciones. La primera, a través de la facultad que tienen los accionistas titulares de acciones con derecho a voto de mandar en las juntas de accionistas y de dirigir al órgano de administración o de nombrar a su mayoría, gracias a que mantienen un porcentaje suficiente de dichos valores (denominada “control societario interno”). Y la segunda, entendida como la potestad de aquellas personas que, no siendo accionistas, o siéndolo no cuentan con el suficiente porcentaje de acciones, adquieren determinadas prerrogativas (básicamente, de origen contractual<sup>14</sup>) que les permiten mandar en las juntas de accionistas, dirigir al órgano de administración o nombrar a la mayoría de sus miembros, de tal manera que, en última instancia, pueden tomar decisiones sobre la sociedad (y sus activos) de acuerdo a sus intereses (denominada “control societario externo”)<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Cambios de control y obligación de OPA*. En: RODRÍGUEZ ARTIGAS y otros (directores). *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas (Estructura de Gobierno y Mercados)*. Tomo dos. Madrid: Aranzadi, 2006, p. 1349.

<sup>14</sup> Así, por ejemplo, la toma de control a favor de un accionista (no originariamente controlador) a través de la celebración de un “pacto de accionistas”, o mediante una “delegación de votos” (denominada en el lenguaje anglosajón como *proxys*). Además, en caso no sea accionista, a través de lo que la doctrina denomina “contratos de dominación”. Para mayor información véase RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Óp. cit.*, pp. 3343-3348.

<sup>15</sup> En efecto, como señala Ana María Sala I Andrés, el poder de decisión sobre los activos sociales al interior una sociedad (entiéndase como “control societario”) no está reservado siempre a quien es titular de la mayoría de acciones, sino que, debido a la existencia de diversas estructuras accionariales y al mismo comportamiento de los accionistas, pueden distinguirse diversos grados o tipos de control. Cfr. SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 33. En la actualidad, la doctrina generalmente distingue entre el “control interno” que se obtiene como consecuencia de la adquisición de acciones, y el “control externo” producto de la realización de distintos contratos. Para mayor información véase RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Óp. cit.*, pp. 3331-3352; ECHAZ MORENO, Daniel. *Análisis jurídico del “control” en los grupos de sociedades*. En: *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2005, pp. 1339-1347. La primera clasificación sobre los distintos grados de control que pueden existir en una sociedad anónima apareció en la mítica obra de los profesores Adolf Berle y Gardiner Means (*The Modern Corporation & Private Property, 1932, pp. 66-84*), donde afirmaban que el control societario podía realizarse por los siguientes medios: a) la propiedad completa de las acciones cuando se trata de una sociedad cerrada; b) el control mayoritario en aquellas sociedades donde aparece el primer grado de separación entre propiedad y control; c) el control por recursos o medios legales, donde se ejerce sin tener una mayoría al utilizarse medios legales previstos en la regulación societaria

En palabras de CACHÓN BLANCO:

(...) el concepto de control (concepto jurídico indeterminado y susceptible de interpretaciones y de aplicaciones casuísticas diferenciadas) viene definido tradicionalmente por el grado de participación en los órganos de la sociedad, y en consecuencia, de las decisiones de éstos adoptadas. El control de una sociedad va vinculado al tema del porcentaje de participación, pero no son realidades idénticas (...). El control de la sociedad es, pues, una situación de facto, que deriva de las circunstancias particulares vigentes en cada caso, y el porcentaje de participación es un dato objetivo, que puede y suele ser tomado como indicador del anterior, no como una prueba *iure et de iure* al efecto<sup>16</sup>.

Por su parte, Ana María SALA I ANDRES indica que:

El `control societario´ puede definirse como el derecho de decidir en las juntas generales y a dar instrucciones a la dirección, gracias a los derechos que se atribuyen a los titulares de acciones. Consecuentemente, estará en manos de quien sea titular de un número suficiente de acciones con derecho a voto que le permitan tomar las decisiones de una sociedad de acuerdo con sus deseos, o bien, de aquel accionista o grupo de accionistas que tengan el poder efectivo, ya sea legal o de facto, para designar los miembros del órgano de administración<sup>17</sup>.

En ese orden de ideas, el autor argentino Federico JIMÉNEZ HERRERA sostiene que “control societario” significa una posición o cualidad que se adquiere en virtud de una titularidad de participación accionaria objetivamente suficiente como para otorgar la mayoría en las decisiones, considerada sobre la totalidad de votos

---

tales como la sindicación de acciones, poderes de representación (*proxys*), etc.; d) el control minoritario que permite la gestión de una sociedad a aquel individuo o grupo de individuos que tienen una propiedad mínima de acciones gracias a la gran dispersión accionarial que existe y a la inexistencia de un núcleo de control; e) el *management control*, donde son los administradores los que controlan la sociedad debido a la existencia de una gran dispersión de la propiedad que imposibilita la existencia de una minoría suficiente para dominar la sociedad. Cfr. SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 33-34.

<sup>16</sup> Citado por ARATA DELGADO, Carlos. *Disertaciones Adicionales en torno a las adquisiciones involuntarias, las Ofertas Públicas de Adquisición y el cómputo del capital social: una crítica sana*. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, p. 59.

<sup>17</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 33-34.

posibles<sup>18</sup>. De esta manera, ejercer el control de una sociedad implica, para quien lo detenta, la posibilidad de guiar la vida social al ostentar la mayoría para la adopción de acuerdos en las juntas generales de accionistas<sup>19</sup>.

Así también lo manifiestan Paul DAVIES y Klaus HOPT, cuando señalan que:

La operación principal (...) es una entre una tercera parte (el comprador) y los accionistas de la compañía, por el que el tercero tiene como objetivo la adquisición de acciones de la sociedad afectada hasta el punto en que puede nombrar a sus candidatos al Directorio de la empresa. Esto es lo que queremos decir en este capítulo por "transacción de control"<sup>20</sup>.

De lo expuesto por la doctrina previamente citada, se puede deducir que la concepción de control societario que prevalece hoy en día es la de *poder de decisión* en la empresa<sup>21</sup>, siendo su esencia la capacidad (no necesariamente ejercitada) de dirigir las actividades de la sociedad controlada<sup>22</sup>.

Por su parte, en el Perú el concepto de control societario se encuentra definido en forma fragmentaria en ciertas normas legales<sup>23</sup> o reglamentarias<sup>24</sup>, de los cuáles

<sup>18</sup> Cfr. JIMÉNEZ HERRERA, Federico. *El proceso de transferencia de paquetes accionarios*. Buenos Aires: Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 2007, pp. 48-49.

<sup>19</sup> Cfr. ARATA DELGADO, Carlos. *Disertaciones Adicionales en torno a las adquisiciones involuntarias... Óp. Cit.*, p. 57.

<sup>20</sup> Traducción libre: *The core transaction... is one between a third party (the acquirer) and the company's shareholders, whereby the third party aims to acquire the target company's shares to the point where it can appoint its nominees to the board of that company. This is what we mean in this chapter by "control transaction".* Cfr. DAVIES, Paul y Klaus HOPT. *Control Transactions*. En: KRAAKMAN, Reiner y otros. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. Segunda edición. New York: Oxford University Press, 2011, p. 225.

<sup>21</sup> Cfr. JIMÉNEZ HERRERA, Federico., *Óp. cit.*, p. 51.

<sup>22</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. Reflexiones sobre la Protección de las Minorías*. En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, p. 94.

<sup>23</sup> El artículo 105° de la Ley General de Sociedades (LGS), titulado "Control indirecto de acciones", establece que "... Se entiende por sociedad controlada aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad del más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a la sociedad emisora de acciones"

podemos deducir que el criterio subyacente, aun cuando dichas normas presentan diferentes matices, es que el control societario consiste en contar con la capacidad de dirección de una empresa<sup>25</sup>.

Por otra parte, este criterio ha sido juridificado en algunos ordenamientos comparados como es el caso del ordenamiento norteamericano, en donde la *Securities Exchange Act* de 1934 define control societario como “la posesión, directa o indirecta, del poder necesario para dirigir o hacer dirigir la gestión o la política empresarial de un sujeto mediante la titularidad de acciones con derecho de voto, por contrato, o de otra forma”<sup>26</sup>.

En síntesis, podemos concluir este primer punto manifestando que cuando la literatura y la regulación peruana y extranjera hacen mención a la “adquisición corporativa” o “adquisición de empresas”, se está haciendo referencia a que se pretende *tomar el control del negocio* de esta última, esto es:

- (i) adquirir o tomar el control del conjunto de activos que lo conforman, o
- (ii) adquirir o tomar el control societario, en los términos descritos precedentemente (control societario interno y control societario externo), de

---

(subrayado nuestro). Para un análisis de este artículo véase el Capítulo XV (“Los Grupos de Sociedades”) de ECHAIZ MORENO, Daniel. *Derecho Societario. Un nuevo enfoque jurídico de los temas societarios*. Lima: Gaceta Jurídica, 2009, pp. 257-296.

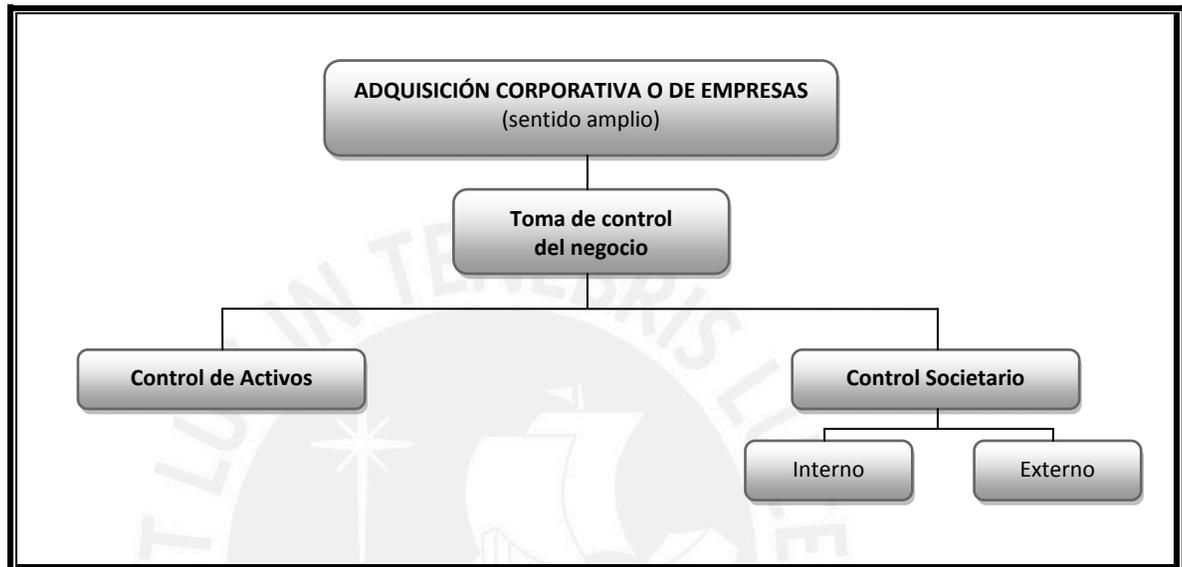
<sup>24</sup> Véase la Resolución CONASEV N° 90-2005-EF/94.10, Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos; y la Resolución SBS N° 445-2000, Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico.

<sup>25</sup> Cfr. PROCAPITALES. *Loc. cit.*

<sup>26</sup> La traducción al español ha sido transcrita literalmente de RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Óp. cit.*, p. 3328; y, JIMÉNEZ HERRERA, Federico. *Óp. cit.*, p. 50. Ambos autores traducen en el mismo sentido lo señalado por la norma norteamericana.

manera que indirectamente se adquieren los activos que conforman el negocio.

**Figura No. 1**  
Adquisición corporativa y clases de control



Elaboración: Propia

## 1.2 Modalidades de Adquisición<sup>27</sup>

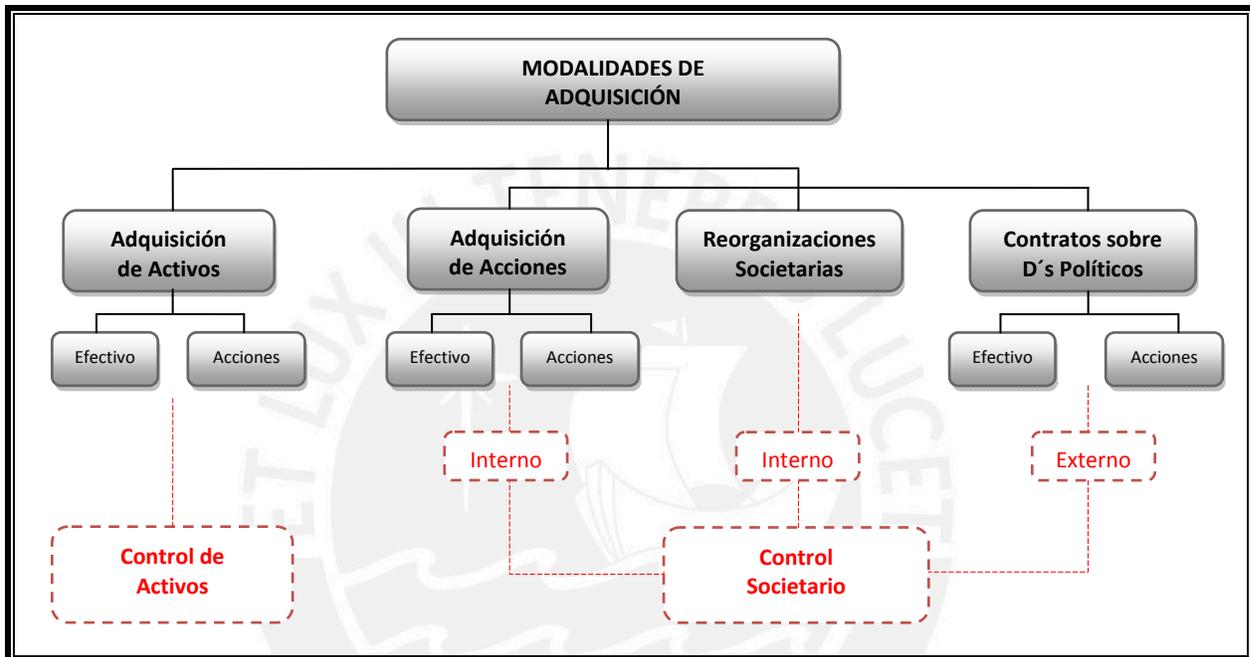
Las modalidades de adquisición corporativa o de empresas pueden ser divididas en: (i) adquisición de activos; (ii) adquisición de acciones; (iii) reorganizaciones societarias; y, (iv) contratos sobre derechos políticos.

La contraprestación en la adquisición de activos, de acciones y en los contratos sobre derechos políticos puede comprender efectivo, acciones o una combinación

<sup>27</sup> Estas modalidades de adquisición son las denominadas “adquisiciones directas” de control, pues el adquirente adquiere el control de la *target* o de sus activos directamente de ésta o de sus accionistas, sin intervención de sociedades vehículos (SPVs, *special purpose vehicle*) u otros mecanismos intermedios, pues de lo contrario nos encontraremos ante “adquisiciones indirectas”. Para mayor información sobre las adquisiciones indirectas véase el numeral 2.3.7 del Capítulo II, p. 293 y ss.

de ambas. Sólo en el caso de las reorganizaciones societarias, por ley, en principio el pago implica siempre acciones, pudiendo agregarse compensaciones adicionales.

**Figura No. 2**  
**Adquisición corporativa y modalidades de adquisición**



Elaboración: Propia

### 1.2.1 Adquisición de Activos

Modalidad por la que se obtiene el control de un negocio a través de la adquisición de los activos que lo componen. Aunque no nos referimos a cualquier clase de activos, pues lo que el comprador realmente adquiere es un conjunto de activos que conforman un negocio en marcha con la capacidad de generar flujos de dinero y beneficios para el futuro<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Cfr. FORSYTH SOLARI, Albert. *Adquisiciones de empresas y activos de negocios: Un enfoque práctico*. En: Themis 59. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2011, p. 126.

Para dicho fin, se deberá celebrar un contrato de compraventa por el que se transferirá la propiedad de los activos. Asimismo, la ejecución de esta modalidad se produce de la misma forma como ocurre en cualquier otra compra de activos: primero con la formalización del contrato de compraventa, y luego con la inscripción en el registro respectivo (de corresponder), etc.<sup>29</sup>

De acuerdo al profesor Robert C. CLARK, esta modalidad puede tener dos variantes<sup>30</sup>. Una primera, denominada “operación de venta y liquidación societaria” (*the corporate sale and liquidation transaction*), en donde la venta de los activos es realizada directamente por la sociedad objetivo (propietaria de los activos) a favor del adquirente, en cuyo caso el pago o contraprestación se efectúa a la primera. En este caso, la sociedad que vende sus activos sigue existiendo de manera independiente, pero –generalmente- se convierte en un cascarón vacío (*shell*), sin actividad comercial. Por dicho motivo, el paso siguiente a la venta de los activos será la disolución y liquidación de la sociedad vendedora, de modo que sus accionistas se vean beneficiados de la contraprestación pagada<sup>31</sup>.

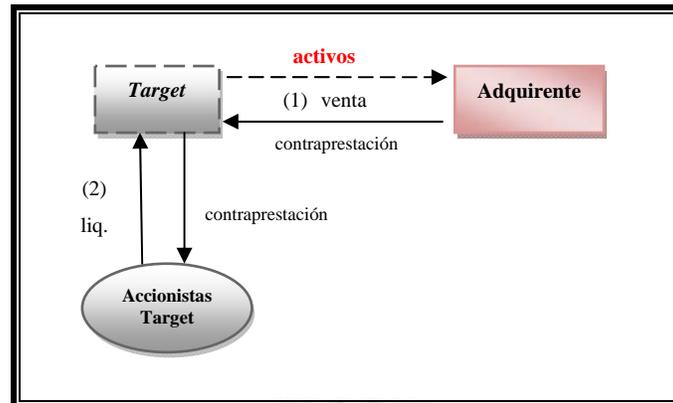
---

<sup>29</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. Cit.*, p. 50.

<sup>30</sup> Cfr. CLARK, Robert. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, pp. 418-424.

<sup>31</sup> Cfr. *Ídem*, pp. 419-420.

**Figura No. 3**  
**Adquisición de Activos**  
**Variante 1: operación de venta y liquidación societaria**



Fuente<sup>32</sup>

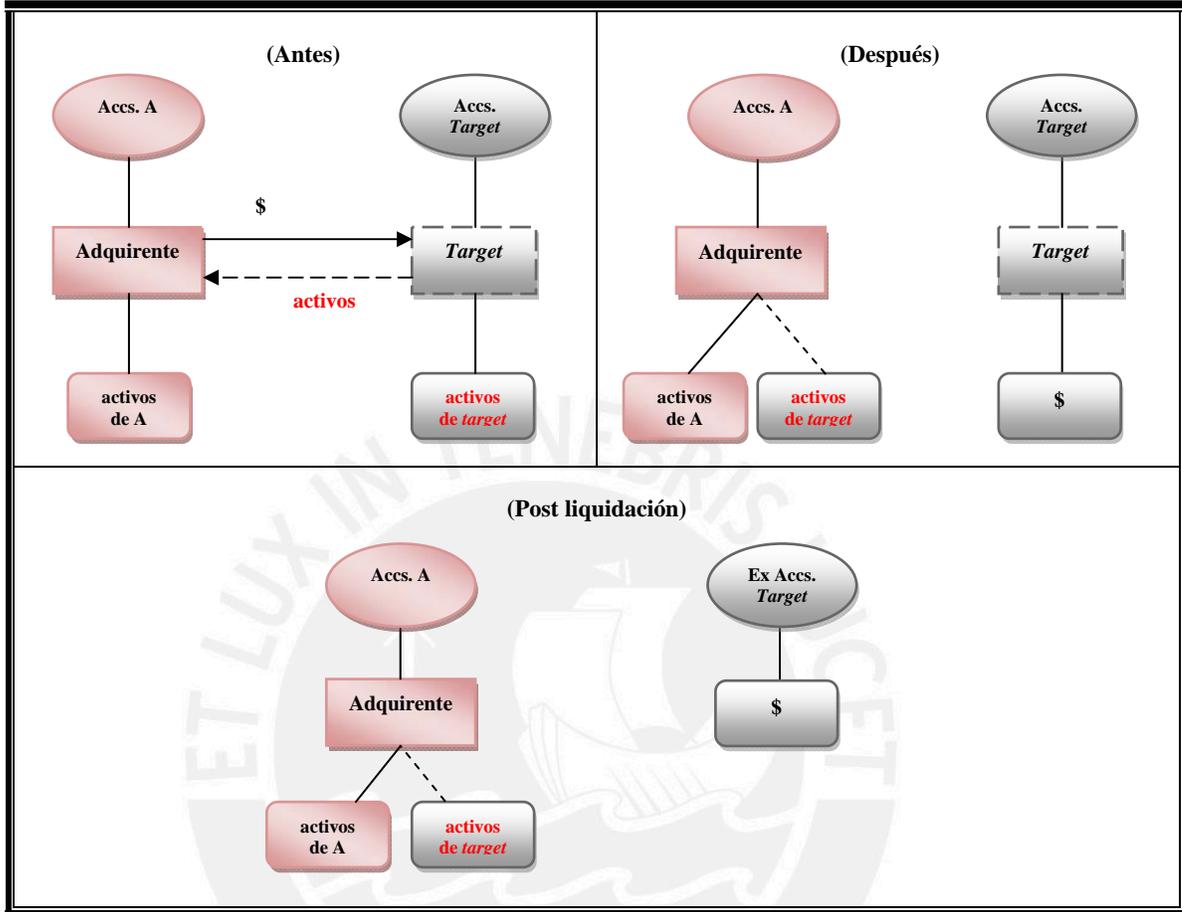
Los efectos sobre las partes intervinientes en este tipo de operaciones dependerán del tipo de contraprestación acordada. Así, por ejemplo, en caso el pago se realice en acciones implicará que la sociedad objetivo se convierta en accionista del adquirente (evidentemente, presumiendo que este último es una sociedad y decida crear y emitir acciones a favor de la *target*).

Para mayor información, a continuación resumimos las principales implicancias (estructurales y legales) que se producen en operaciones de compra de activos, de acuerdo a esta primera variante<sup>33</sup>:

<sup>32</sup> Cfr. *Ídem*, p. 419.

<sup>33</sup> La información ha sido obtenida de SALINAS RIVAS, Sergio. *Formas de Combinación Empresarial* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

**Figura No. 4**  
**Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$)**  
**Variante 1: operación de venta y liquidación societaria**



Elaboración: Propia

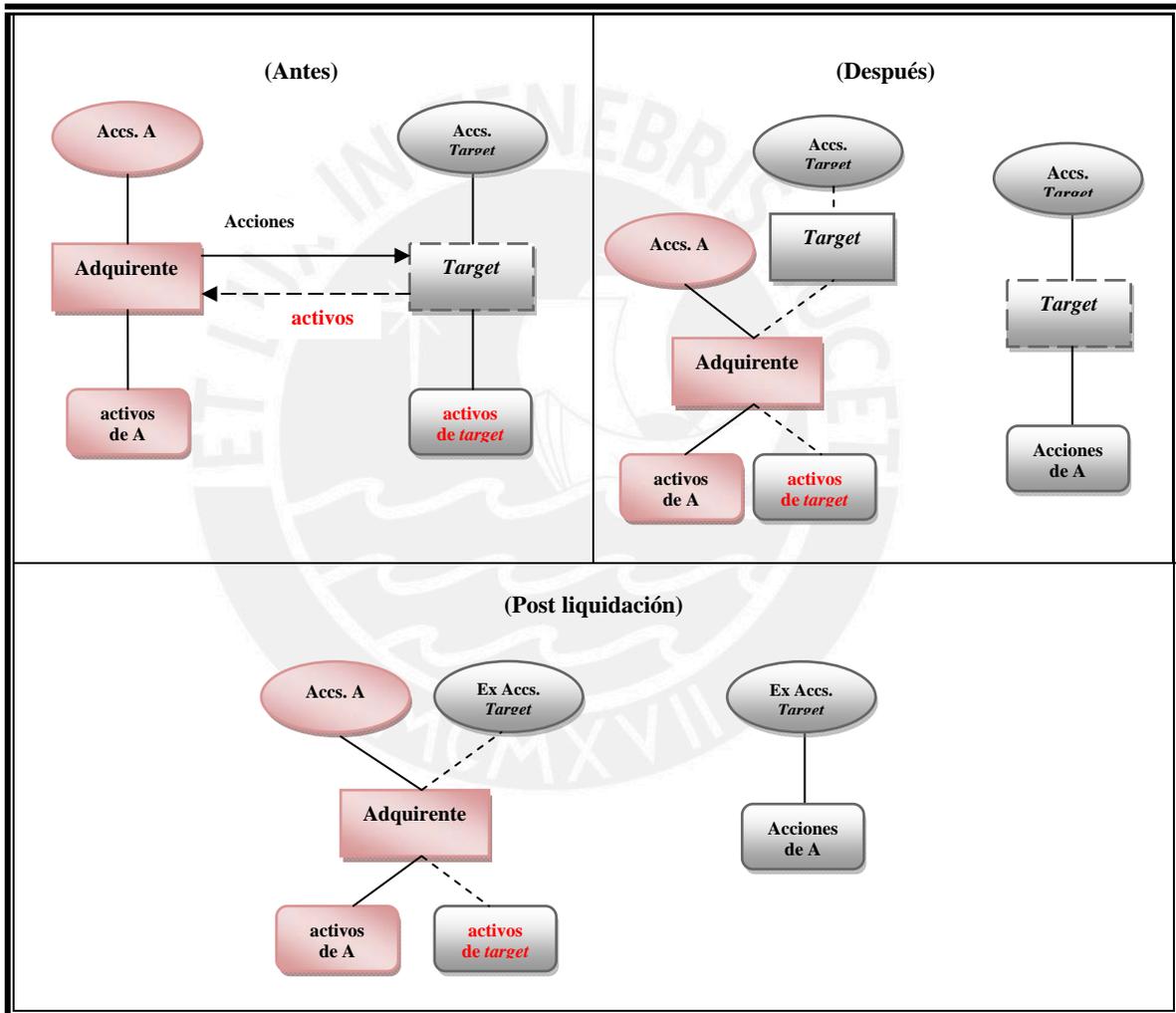
**Cuadro No. 1**  
**Marco Legal de la Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$)**  
**Variante 1: operación de venta y liquidación societaria**

Adquisición de Activos con pago en Efectivo (\$) (Marco Legal)	
Comprador	Vendedor (Target)
Es un acto de "administración societaria" cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> .	Es un acto de "administración societaria" cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> .
El Directorio tiene las facultades de gestión y de representación legal necesaria para la administración de la sociedad dentro de su objeto, con excepción de los asuntos que la ley o el estatuto atribuyan a la JGA (Artículo 172° de la Ley General de Sociedades - LGS).	No obstante, compete a la <b>Junta General de Accionistas</b> : Acordar la enajenación, en un solo acto, de <b>activos cuyo valor contable exceda el 50% del capital de la sociedad</b> (Artículo 115° inciso 5 de la LGS).
	<b>¿Cabe delegación de facultades al Directorio?</b> El Artículo 114° inciso 5 de la LGS señala que la

JGA es competente para resolver cualquier asunto consignado en la convocatoria. Así, la JGA podría acordar la venta y delegar en el Directorio la facultad para negociar los términos, condiciones y oportunidad de la misma.

Elaboración: Propia

**Figura No. 5**  
Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Acciones  
Variante 1: operación de venta y liquidación societaria



Elaboración: Propia

**Cuadro No. 2**  
**Marco Legal de la Adquisición de Activos con Pago en Acciones**  
**Variante 1: operación de venta y liquidación societaria**

<b>Adquisición de Activos con pago en Acciones (Marco Legal)</b>	
Comprador	Vendedor ( <i>Target</i> )
Es un acto de “administración societaria” cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> (Artículo 172° de la LGS).	Es un acto de “administración societaria” cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> (Artículo 172° de la LGS).
<p><b>¿Cómo se paga? Procedimiento:</b></p> <p><b>1. Si no existen acciones disponibles para el pago:</b></p> <p>a) <b>Aumento de Capital:</b> Acuerdo de JGA (Artículo 115° inciso 3 de la LGS: “<i>son atribuciones de la junta: aumentar o reducir el capital social</i>”). Puede ejecutarse mediante oferta a terceros (Artículo 212° de la LGS). Genera derecho de suscripción preferente (*).</p> <p>b) <b>Acciones en cartera no suscritas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Acuerdo de creación por JGA, emisión puede delegarse al Directorio (**) (Arts. 83° y 98° LGS).</li> <li>- Con ello, se tendría acciones creadas, no suscritas ni emitidas (Art. 98° LGS y 84° inciso a de la Ley de Mercado de Valores - LMV).</li> </ul> <p><b>2. Si existen acciones disponibles en el mercado:</b></p> <p><b>Acciones en cartera ya emitidas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- La sociedad adquiere sus propias acciones sin necesidad de amortizarlas (Art. 104° inciso 4 LGS y 84° inciso b de la LMV).</li> <li>- Máximo 20% del capital social (Art. 98° LGS). Si acciones se negocian en rueda de bolsa máximo 10% del capital social (Art. 84° LMV).</li> </ul>	<p>No obstante, compete a la <b>Junta General de Accionistas</b>: Acordar la enajenación, en un solo acto, de <b>activos cuyo valor contable exceda el 50% del capital de la sociedad</b> (Artículo 115° inciso 5 de la LGS).</p>
<p><b>(*) Derecho de suscripción preferente:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Preferencia del accionista para suscripción de acciones en aumento de capital (Art. 95° inciso 4 LGS).</li> <li>- Ejercicio del derecho de preferencia (Art. 208° LGS).</li> <li>- En la sociedad anónima abierta (S.A.A.) se puede establecer el aumento de capital sin DSP (Art. 259° LGS).</li> </ul>	<p><b>¿Cabe delegación de facultades al Directorio?</b></p> <p>El Artículo 114° inciso 5 de la LGS señala que la JGA es competente para resolver cualquier asunto consignado en la convocatoria. Así, la JGA podría acordar la venta y delegar en el Directorio la facultad para negociar los términos, condiciones y oportunidad de la misma.</p>
<p><b>(**) Delegación de aumento de capital al Directorio</b> (Art. 206° de la LGS):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Plazo máximo: 5 años. El monto no puede exceder el 100% del capital social pagado.</li> </ul>	<p>Una vez disuelta y liquidada la sociedad objetivo (vendedora), las acciones del adquirente se distribuyen a los accionistas de la primera: Resultado es similar a una fusión por absorción, como veremos más adelante.</p>

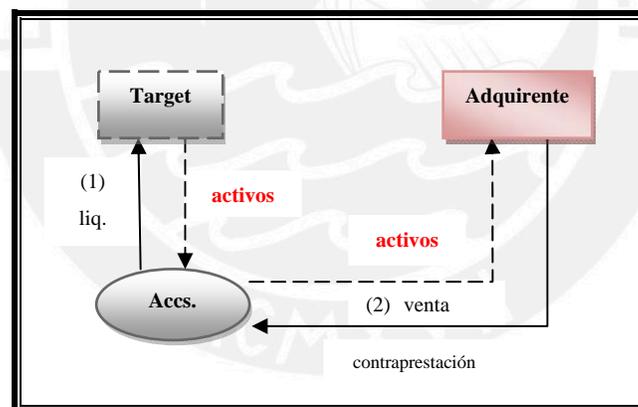
*Elaboración: Propia*

La segunda variante de esta modalidad se denomina “liquidación societaria y venta por los accionistas” (*liquidation and shareholder sale transaction*), y consiste precisamente en disolver y liquidar la sociedad propietaria de los activos que se

desean adquirir, de manera que estos últimos sean distribuidos a los accionistas de dicha sociedad en proporción a sus participaciones accionarias. Posteriormente, serán estos accionistas quienes vendan directamente los activos, percibiendo la contraprestación consensuada con el adquirente.

Como se puede advertir, la principal diferencia de esta variante con la anterior radica en el hecho que la adquisición no se realiza entre el adquirente y la sociedad objetivo (que fue liquidada previamente), sino entre el primero y los accionistas de la segunda. Ello termina siendo de vital importancia al momento de elegir el mecanismo de adquisición, como veremos más adelante.

**Figura No. 6**  
**Adquisición de Activos**  
**Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas**



Fuente<sup>34</sup>

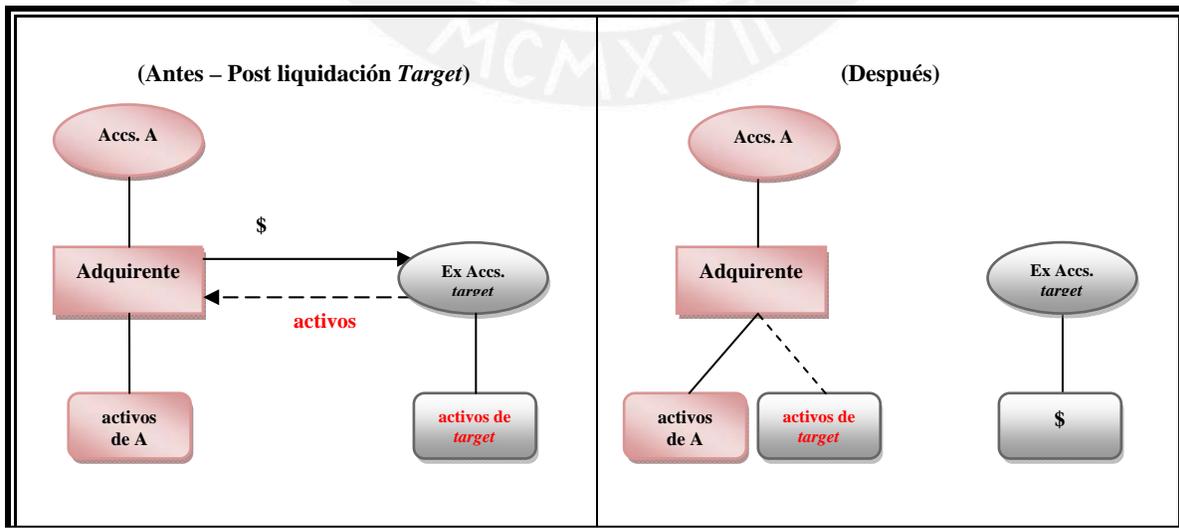
Al igual que en la primera variante, la elección de una contraprestación en efectivo o en acciones produce distintas implicancias estructurales y legales para los participantes.

<sup>34</sup> CLARK, Robert. *Óp. Cit.*, p. 419.

Con relación al marco legal aplicable, debemos precisar que si bien en esta variante la parte vendedora de los activos no es la sociedad objetivo sino sus accionistas, dicho marco legal (sea que estemos frente a una contraprestación en efectivo o en acciones) será el mismo que el descrito en la variante anterior, pero sólo en aquellos casos en que el accionista vendedor sea una sociedad, puesto que –como es evidente– los cuadros previamente descritos fueron elaborados pensando a la sociedad objetivo como parte vendedora. De ser así, nos remitimos a lo consignado en los cuadros precedentes. En caso los accionistas vendedores sean personas naturales, basta señalar que, legalmente, nos encontraremos frente a simples actos individuales de disposición de cada uno de ellos.

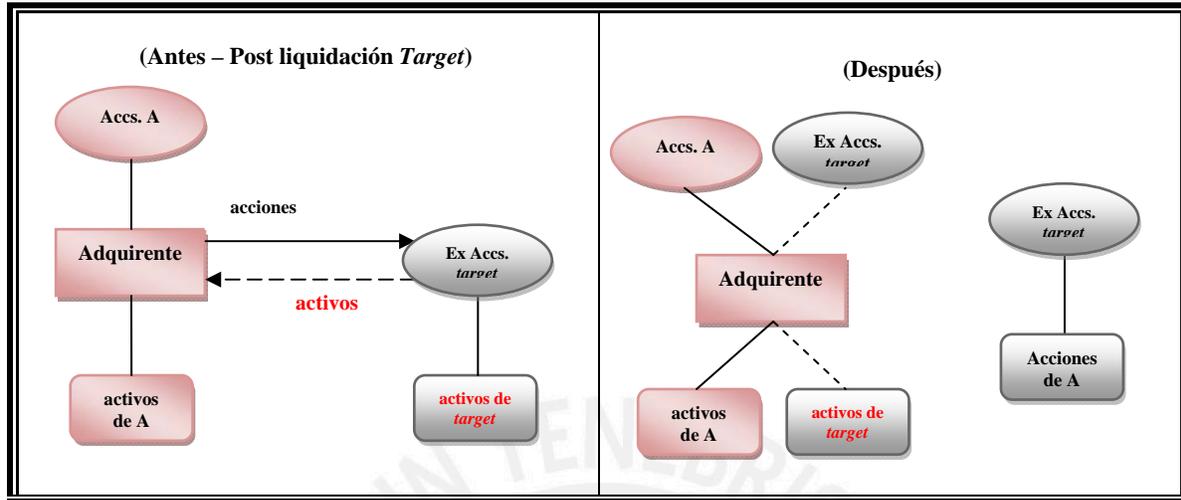
A continuación presentamos las principales implicancias estructurales que pueden presentarse en esta segunda variante, dependiendo si el pago es en efectivo o en acciones:

**Figura No. 7**  
**Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Efectivo (\$)**  
**Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas**



Elaboración: Propia

**Figura No. 8**  
**Esquema general de Adquisición de Activos con Pago en Acciones**  
**Variante 2: Liquidación societaria y venta por los accionistas**



Elaboración: Propia

Finalmente, es importante resaltar que esta modalidad tiene como ventajas para el potencial adquirente:

- La posibilidad de elegir qué tipo de obligaciones o pasivos serán asumidos por el adquirente, de aquello que realmente necesita para el negocio, sin tener que correr el riesgo de asumir algún pasivo oculto o contingente.
- La posibilidad de no “incluir” a los accionistas minoritarios de la *target* (a diferencia de una fusión). Se suele decir que los accionistas minoritarios suelen presentar problemas; por ejemplo, cuando se resisten a vender<sup>35</sup>.

Todo lo cual repercute en un mejor precio de los activos en cuestión, dada la posibilidad de controlar la exposición al riesgo del comprador<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Cfr. ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Óp. cit.*, p. 774.

<sup>36</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, p. 50.

Sin embargo, este mecanismo tiene como principales desventajas: (i) el tiempo que puede conllevar la formalización de la transferencia de los activos (ej., inmuebles); (ii) los costos de transacción<sup>37</sup> que implica celebrar contratos de compraventa con cada uno de los accionistas de la *target*; y, (iii) el impacto tributario que puede tener la transferencia.

### 1.2.2 Adquisición de Acciones

La segunda modalidad de adquisición corporativa es la compra de las acciones de una sociedad propietaria de un negocio en marcha (la sociedad objetivo). En estos casos, el negocio está generalmente concentrado en manos de la sociedad objetivo (constituida de acuerdo a las distintas formas societarias establecidas por la legislación peruana), por lo que la adquisición se produce con la transferencia a favor del comprador o adquirente de un paquete de acciones que le otorguen el control de la *target* (vale decir, la adquisición del “control societario interno”, en los términos descritos en el punto 1.1 precedente), convirtiéndose éste en el nuevo propietario del negocio subyacente<sup>38</sup>.

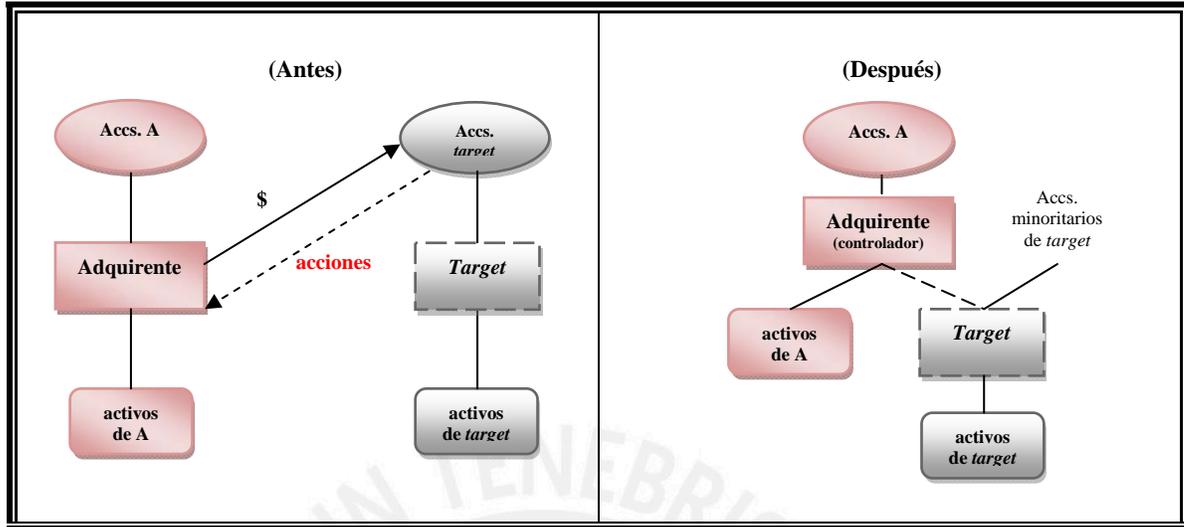
A continuación describimos las principales implicancias (estructurales y legales) de esta modalidad de adquisición, diferenciando en cada caso si la contraprestación se realiza en efectivo o en acciones:

---

<sup>37</sup> Para mayor información sobre el concepto de *costos de transacción* véase la nota 206, p. 113.

<sup>38</sup> Cfr. FORSYTH SOLARI, Albert. *Loc. cit.*

**Figura No. 9**  
**Esquema general de Adquisición de Acciones con Pago en Efectivo (\$)**



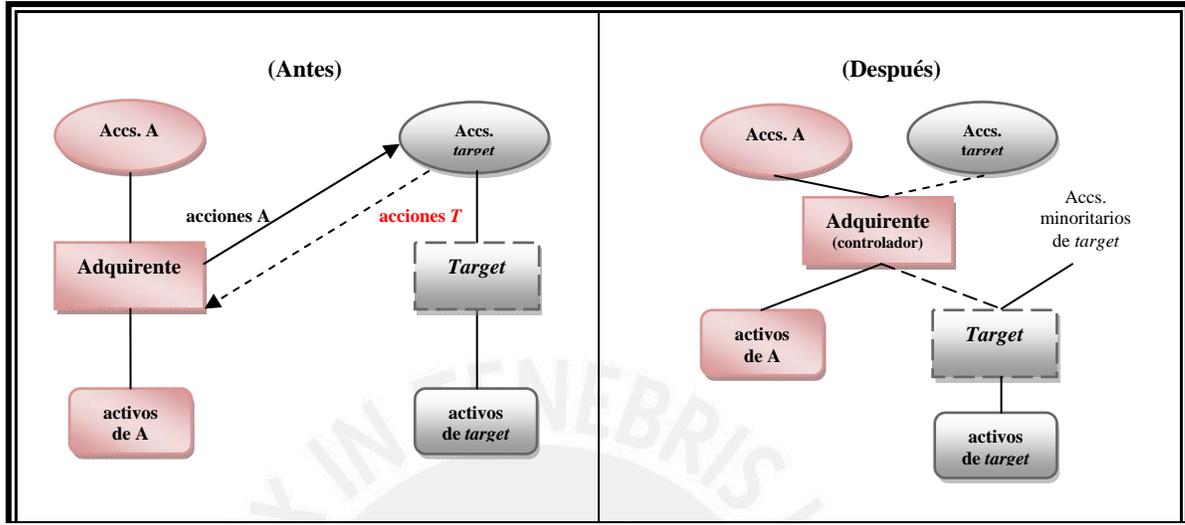
Elaboración: Propia

**Cuadro No. 3**  
**Marco Legal de la Adquisición de Acciones con Pago en Efectivo (\$)**

Adquisición de Acciones con pago en Efectivo (\$) (Marco Legal)	
Comprador	Vendedor
Es un acto de "administración societaria" cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> (Artículo 172° de la LGS).	<b>Si es una sociedad:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es un acto de "administración societaria" cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b>.</li> <li>- No obstante, compete a la <b>Junta General de Accionistas</b>: Acordar la enajenación, en un solo acto, de <b>activos cuyo valor contable exceda el 50% del capital de la sociedad</b> (Artículo 115° inciso 5 de la LGS).</li> <li>- <b>¿Cabe delegación de facultades al Directorio?</b> El Artículo 114° inciso 5 de la LGS señala que la JGA es competente para resolver cualquier asunto consignado en la convocatoria. Así, la JGA podría acordar la venta y delegar en el Directorio la facultad para negociar los términos, condiciones y oportunidad de la misma.</li> </ul>
Se requiere aprobación del Directorio por mayoría absoluta (Artículo 169° de la LGS).	<b>Si es una persona natural:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es un acto "individual" del accionista, no existen órganos societarios.</li> </ul>
En sociedades con acciones listadas en bolsa, se aplican las normas de OPA (véase al respecto el punto 2.3 del Capítulo II de este trabajo)	

Elaboración: Propia

**Figura No. 10**  
**Esquema general de Adquisición de Acciones con Pago en Acciones**



Elaboración: Propia

**Cuadro No. 4**  
**Marco Legal de la Adquisición de Acciones con Pago en Acciones**

Adquisición de Acciones con pago en Acciones (Marco Legal)	
Comprador	Vendedor
<p>Es un acto de “administración societaria” cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b> (Artículo 172° de la LGS).</p>	<p><b>Si es una sociedad:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es un acto de “administración societaria” cuya decisión le corresponde al <b>Directorio</b>.</li> <li>- No obstante, compete a la <b>Junta General de Accionistas</b>: Acordar la enajenación, en un solo acto, de <b>activos cuyo valor contable exceda el 50% del capital de la sociedad</b> (Artículo 115° inciso 5 de la LGS).</li> <li>- <b>¿Cabe delegación de facultades al Directorio?</b> El Artículo 114° inciso 5 de la LGS señala que la JGA es competente para resolver cualquier asunto consignado en la convocatoria. Así, la JGA podría acordar la venta y delegar en el Directorio la facultad para negociar los términos, condiciones y oportunidad de la misma.</li> </ul>
<p><b>¿Cómo se paga? Procedimiento:</b></p> <p><b>1. Si no existen acciones disponibles para el pago:</b></p> <p>a) <b>Aumento de Capital:</b> Acuerdo de JGA (Artículo 115° inciso 3 de la LGS: “son atribuciones de la junta: aumentar o reducir el capital social”). Puede ejecutarse mediante oferta a terceros (Artículo 212° de la LGS).</p>	<p><b>Si es una persona natural:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Es un acto “individual” del accionista, no existen órganos societarios.</li> </ul>

<p>Genera derecho de suscripción preferente (*).</p> <p>b) <b>Acciones en cartera no suscritas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Acuerdo de creación por JGA, emisión puede delegarse al Directorio (**) (Arts. 83° y 98° LGS).</li> <li>- Con ello, se tendría acciones creadas, no suscritas ni emitidas (Art. 98° LGS y 84° inciso a de la Ley de Mercado de Valores - LMV).</li> </ul> <p><b>2. Si existen acciones disponibles en el mercado:</b></p> <p><b>Acciones en cartera ya emitidas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- La sociedad adquiere sus propias acciones sin necesidad de amortizarlas (Art. 104° inciso 4 LGS y 84° inciso b de la LMV).</li> <li>- Máximo 20% del capital social (Art. 98° LGS). Si acciones se negocian en rueda de bolsa máximo 10% del capital social (Art. 84° LMV).</li> </ul>	
<p><b>(*) Derecho de suscripción preferente:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Preferencia del accionista para suscripción de acciones en aumento de capital (Art. 95° inciso 4 LGS).</li> <li>- Ejercicio del derecho de preferencia (Art. 208° LGS).</li> <li>- En la sociedad anónima abierta (S.A.A.) se puede establecer el aumento de capital sin DSP (Art. 259° LGS).</li> </ul> <p><b>(**) Delegación de aumento de capital al Directorio (Art. 206° de la LGS):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Plazo máximo: 5 años. El monto no puede exceder el 100% del capital social pagado.</li> </ul>	
<p>En sociedades con acciones listadas en bolsa, se aplican las normas de OPA (véase al respecto el punto 2.3 del Capítulo II de este trabajo)</p>	

**Elaboración: Propia**

En lo que corresponde a la adquisición de acciones, es posible distinguir tres clases<sup>39</sup>: (i) adquisiciones en el mercado abierto, que se dividen a su vez en

<sup>39</sup> Seguimos la clasificación efectuada por el profesor John Coates IV, *Cfr.* LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. Cit.*, p. 51. Una clasificación similar la encontramos en SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 41-44. Esta autora destaca tres técnicas para tomar el control societario: las cesiones de control, las “compras al goteo” o *ramassage* y las ofertas públicas de adquisición. La característica común en las tres técnicas: la posibilidad de provocar un cambio de control sin la aquiescencia de los administradores de la sociedad objeto (p. 41). 1) La cesión de control: consiste en una operación por la cual una persona, física o jurídica, adquiere de un accionista o grupo de accionistas un paquete de acciones que le otorga el control de esa sociedad a cambio del valor de mercado de aquéllas más, habitualmente, una prima de control, esto es, un sobreprecio sobre el valor de esas acciones en el mercado (p. 42). 2) La “compra al goteo” o ramassage: consiste en la adquisición progresiva de acciones de una sociedad en el mercado de valores y de distintos

*ramassage*, negociación directa y cesión de control; (ii) ofertas públicas de adquisición (OPAs); y, (iii) emisiones directas.

**a) Adquisiciones en el mercado abierto (*ramassage*, negociación directa y cesión de control)**

Al hablar de adquisiciones en el mercado abierto nos encontramos ante la compra de acciones que han sido previamente emitidas y que se encuentran en manos de los accionistas de la sociedad objeto de adquisición.

De esta manera, las adquisiciones en el mercado abierto se realizan a través de transacciones individuales con cada uno de los accionistas. En un primer caso, mediante las denominadas “compras al goteo” o “*ramassage*”<sup>40</sup>, las cuales están constituidas por series de operaciones transadas en forma bursátil destinadas a adquirir un número significativo de acciones que permita obtener el control de la *target*.

En un segundo caso, caracterizado por adquisiciones que se realizan en forma extra-bursátil, tenemos dos posibilidades. La primera posibilidad son las llamadas “negociaciones directas”<sup>41</sup>, las cuáles se dan como consecuencia de sucesivas operaciones de compra con distintos accionistas, hasta llegar a adquirir un porcentaje significativo de acciones que conlleve el control. Estamos ante una

---

propietarios, realizada por una persona física o jurídica hasta alcanzar una cantidad suficiente de acciones que le permita ejercer el control en esa sociedad (pp. 42-43). 3) La oferta pública de adquisición: es aquella oferta realizada públicamente por una persona física o jurídica, dirigida a los accionistas de una sociedad listada, para adquirir sus acciones a un precio determinado y en una cantidad determinada que le permite ejercer, en su caso, el control de esa sociedad (p. 44).

<sup>40</sup> Véase *supra* nota 39.

<sup>41</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, p. 51.

figura similar al *ramassage*, pero de forma extrabursátil y donde lo que prima es el trato directo con distintos accionistas. La segunda posibilidad son las llamadas “cesiones de control”<sup>42</sup>, las cuales se producen cuando las acciones se adquieren en bloque, directamente del accionista que posee el control.

#### **b) Ofertas Públicas de Adquisición - OPAs (*Tender offer* o *Takeover bid*)**

En términos generales, las OPAs son ofertas públicas para adquirir acciones con derecho a voto de sociedades cotizadas, dirigidas a todos los accionistas de la *target*.

En el Perú, las OPAs son obligatorias en caso se pretenda adquirir o se adquiriera una “participación significativa”, en los términos establecidos por el artículo 68° de la Ley de Mercado de Valores y la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10 y sus modificatorias (Reglamento de OPA). El marco conceptual y normativo de este mecanismo se encuentra desarrollado en extenso en el siguiente capítulo.

#### **c) Emisiones Directas**

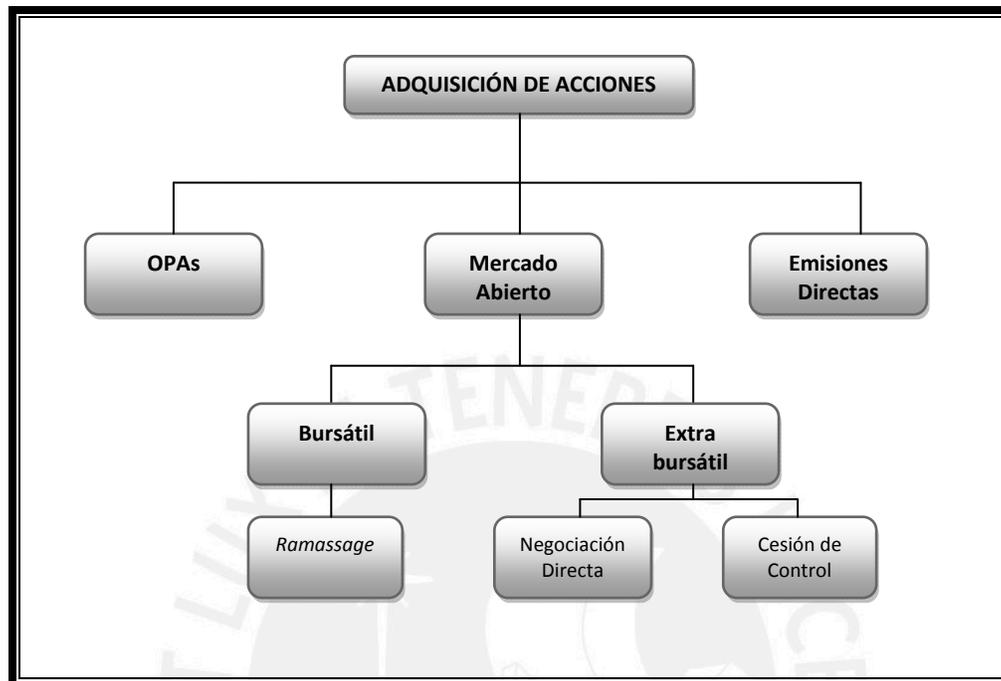
Se producen cuando la *target* emite acciones a ser utilizadas específicamente para efectos de la operación de adquisición (por ejemplo, mediante un aumento de capital social para la suscripción de acciones directamente por parte del adquirente). Requiere la necesaria participación de los órganos societarios de la sociedad objetivo<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Véase *supra* nota 39.

<sup>43</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Loc. Cit.*

Figura No. 11  
Clases de Adquisición de Acciones



Fuente: LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo [diapositiva]

### 1.2.3 Reorganizaciones societarias<sup>44</sup>

Otra modalidad de adquisición corporativa, y que al igual que la adquisición de acciones también implica la toma de “control societario interno”<sup>45</sup>, es por medio de

<sup>44</sup> Dado que no es la intención del presente trabajo efectuar un análisis jurídico pormenorizado de las reorganizaciones societarias, ni de ahondar sobre su regulación en el Perú, nos avocaremos en efectuar una breve descripción de las principales características de las fusiones, escisiones y reorganizaciones simples, de modo que nos ayude a comprender la funcionalidad de estas operaciones como mecanismo de toma de control societario.

<sup>45</sup> Recordemos que dentro de las modalidades de adquisición corporativa, tres son las modalidades que implican la toma del control societario: la compra de acciones, las reorganizaciones societarias y los contratos sobre derechos políticos. De ellas, las dos primeras se consideran control societario “interno” y la última como “externo”. Asimismo, tomar el “control societario” implica manejar la Junta General de Accionistas (con un porcentaje determinado de acciones) y/o el Directorio (al haber designado a la mayoría de los directores), de manera que se llegue a controlar el conjunto de activos que conforman el negocio.

lo que la Ley General de Sociedades (LGS) denomina “reorganizaciones societarias”.

En términos generales, la LGS admite bajo esta categoría a las fusiones, escisiones, reorganizaciones simples y las combinaciones de éstas. A continuación detallaremos brevemente cada una de estas operaciones.

#### a) Fusión<sup>46</sup>

Esta figura se encuentra regulada en el Perú por la LGS<sup>47</sup>, y consiste en un mecanismo que implica la concentración de patrimonios de dos o más entidades

---

<sup>46</sup> Para mayor información de esta figura desde la óptica del derecho continental, véase URÍA, Rodrigo, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA (Directores). *Fusión de Sociedades*. En: Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Tomo nueve, volumen 2. Madrid: Civitas, 2008; y, GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tomo dos. Madrid: Samara, 1953; CABANELLAS, Guillermo. *Fusiones y otros actos de concentración societaria. Los grupos de sociedades*. En: Derecho Societario. Parte General. Tomo once. Buenos Aires: Heliasta, 2008. Sobre su regulación en el Perú, véase HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. *Reorganización de sociedades: fusión y escisión*. En: *Ius et Veritas* 14. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 1997, pp. 27-36; ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Trujillo: Editora Normas Legales, 2001, pp. 735-780; HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *Manual de Derecho Societario*. Lima: Grijley, 2009, pp. 240-252; ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO. *La Fusión y la Escisión en la nueva Ley General de Sociedades: Algunas Aproximaciones*. En: Tratado de Derecho Mercantil, Tomo uno, Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 1125-1180. Un interesante análisis sobre los aspectos económicos y financieros de la fusión en el Perú puede encontrarse en FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN, Guillermo. *Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú*. En: *Advocatus* 9. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. 2003, pp. 317-328.

<sup>47</sup> Artículos 344° al 366° de la LGS. El artículo 344° establece el marco conceptual de esta figura: **“Artículo 344.- Concepto y formas de fusión:** Por la fusión dos a más sociedades se reúnen para formar una sola cumpliendo los requisitos prescritos por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:

1. La fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque, y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad; o,
2. La absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. La sociedad absorbente asume, a título universal, y en bloque, los patrimonios de las absorbidas.

En ambos casos los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben

jurídicamente independientes, sea e naturaleza civil o mercantil, previa disolución de alguna de ellas<sup>48</sup>. Ese es el sentido que le dan GARRIGUES y URÍA, al señalar que la fusión es un acto de naturaleza corporativa o social por virtud del cual dos o más sociedades mercantiles confunden sus patrimonios y agrupan a sus respectivos socios en una sola sociedad<sup>49</sup>.

La lógica de este tipo de operaciones aplicada a las fusiones y adquisiciones queda claramente expuesta por BREALEY, MYERS y MARCUS, quienes sostienen que:

Las empresas tienen tres maneras de adquirir otras. Una posibilidad consiste en *fusionar* las dos empresas y formar una sola, en cuyo caso a la empresa compradora le corresponden todos los *activos* y todos los *pasivos* de la otra. La empresa adquirida deja de existir, y sus antiguos accionistas reciben dinero y/o títulos de la firma compradora, y cuyos directivos se encargan luego de dirigir la empresa ampliada. A veces las fusiones se presentan como 'uniones entre iguales', pero aun entonces son los ejecutivos de una de ellas los toman el poder<sup>50</sup>.

De lo expuesto, se advierte que las características esenciales de la fusión son<sup>51</sup>:

- Unión de sociedades.
- Transmisión de los patrimonios en bloque y a título universal de las personas jurídicas que se extinguen (activos y pasivos).

---

*acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso."*

<sup>48</sup> BARBOZA BERAUN, Sergio. *Reorganización corporativa en las empresas del sistema financiero: las fusiones*. En: *Ius et Veritas* 19. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 1999, p. 133.

<sup>49</sup> Cfr. GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA. *Óp. cit.*, p. 643.

<sup>50</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 608.

<sup>51</sup> Un análisis completo de cada uno de los elementos característicos de la fusión puede encontrarse en ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO. *Óp. cit.*, pp. 1132-1158.

- Extinción de las sociedades incorporadas o absorbidas y ausencia de liquidación.
- Agrupación de los socios de las sociedades intervinientes en una única sociedad resultante de la fusión.

Por otra parte, con relación a las clases de fusión, podemos mencionar que tanto la LGS como la doctrina especializada en *M&A*'s han establecido diferentes clasificaciones a esta figura corporativa, por lo que pasaremos a describir brevemente las principales.

(i) Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación:

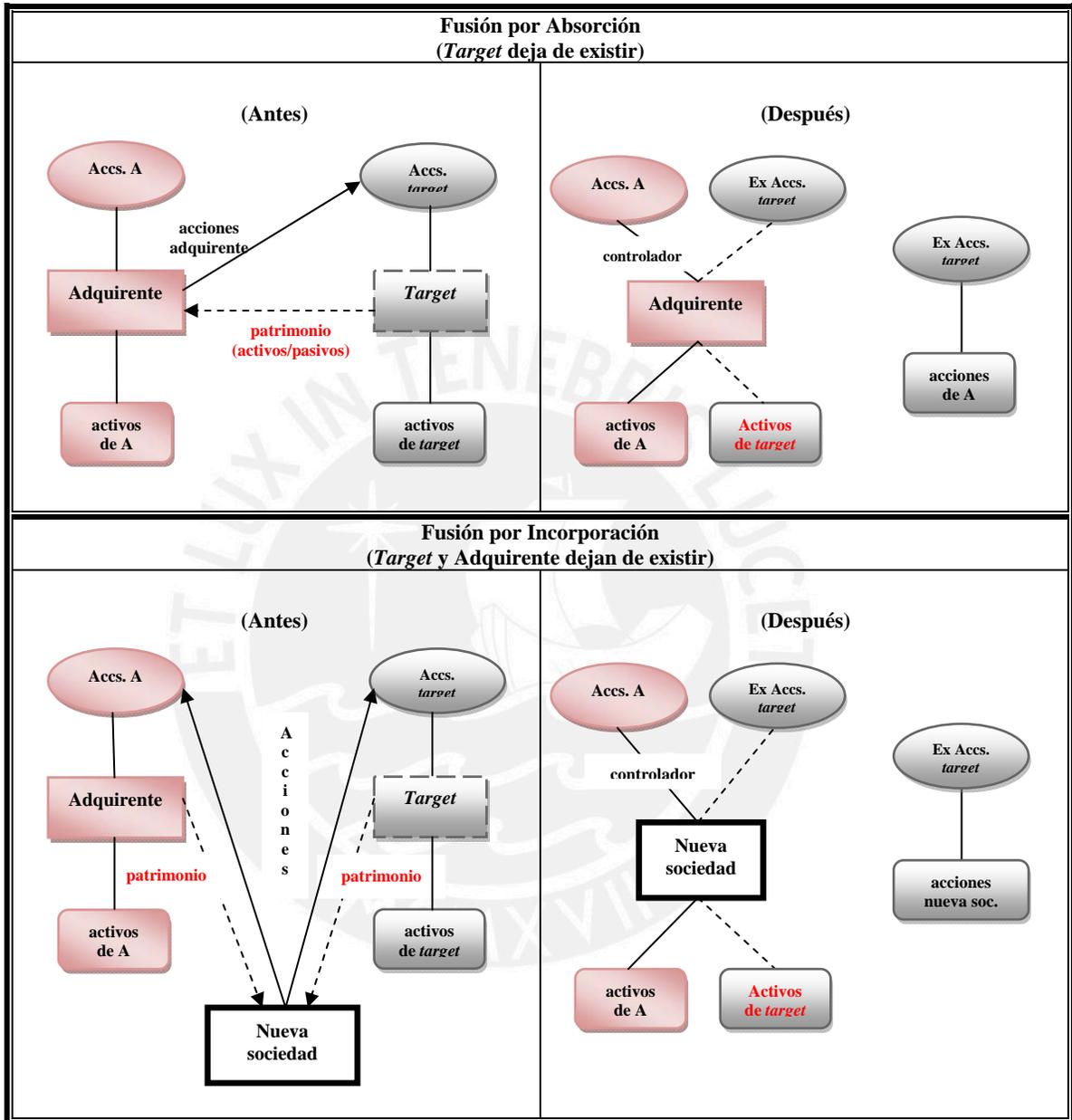
El artículo 344° de la LGS establece dos formas en que se pueden formalizar en el Perú las fusiones. Así, dependiendo de la forma legal que se adopte, la fusión implicará la extinción de las sociedades participantes en el proceso para formar una nueva sociedad (llamada “fusión por incorporación”) o la extinción de todas menos una, la preexistente, que absorberá a las demás (denominada “fusión por absorción”)<sup>52</sup>. En ambos casos los socios de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones como socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso. No obstante, para cumplir con la finalidad de adquirir de manera efectiva los activos o el negocio de la *target*, dichos socios tendrán en la sociedad resultante un porcentaje minoritario.

A continuación resumiremos sus principales implicancias estructurales y legales.

---

<sup>52</sup> Cfr. ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO. *Óp. cit.*, p. 1127.

**Figura No. 12**  
Esquema general de Adquisición mediante Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación



Elaboración: Propia

**Cuadro No. 5**  
**Marco Legal de la Fusión por Absorción y Fusión por Incorporación**

Fusión por Absorción / Incorporación (Marco Legal)	
Adquirente (Absorbente / Incorporado) / Target (Absorbido / Incorporado)	
Es un acto de “reorganización societaria” cuya decisión le corresponde a la <b>Junta General de Accionistas</b> .	
<b>Acuerdo de JGA:</b> Compete a la Junta, entre otros, acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad (Artículo 115° inciso 7 de la LGS).	
<b>Contenido del Proyecto de Fusión (Artículo 347° de la LGS):</b> el proyecto contendrá, entre otros: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Datos de las sociedades participantes (denominación, capital, domicilio, etc.).</li> <li>- Forma de fusión y motivación de ésta.</li> <li>- Número y clase de acciones que la sociedad absorbente entregará a los accionistas de la absorbida.</li> <li>- Procedimiento para el canje de títulos.</li> <li>- Compensaciones complementarias, de existir.</li> </ul>	
La aprobación del proyecto de fusión compete al Directorio, quien decide por mayoría absoluta (Artículo 346° de la LGS).	
<b>1. Quorum y toma de acuerdos (S.A. regular)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Quorum</u> (Art. 126° LGS): 1ra convocatoria: 2/3 de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 3/5 de accs. suscritas con d° voto.</li> <li>- <u>Toma de acuerdos</u> (Art. 127° LGS):: 1ra y 2da convocatoria: 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto.</li> </ul>	<b>2. Quorum y toma de acuerdos (S.A.A.)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Quorum</u> (Art. 257° LGS): 1ra convocatoria: 50% de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 25% de accs. suscritas con d° voto. 3ra convocatoria: cualquier número de acciones</li> <li>- <u>Toma de acuerdos</u> (Art. 257° LGS): 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto representadas en la JGA.</li> </ul>
<b>Derecho de separación (Arts. 356° y 200° LGS):</b> Pueden ejercer este derecho los accionistas que hicieron constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los privados ilegítimamente de emitir voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.	
<b>Derecho de oposición (Arts. 359° y 219° LGS):</b> El acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho a oponerse al acuerdo de fusión.	

*Elaboración: Propia*

(ii) Fusiones Horizontales, Verticales y Conglomerados:

La literatura sobre *M&As* tiende a clasificar las fusiones como Horizontales, Verticales y Conglomerados. Así, siguiendo al profesor Jaime Sabal, las fusiones horizontales se producen cuando en la operación intervienen dos firmas en actividades similares. Las fusiones verticales, por su parte, se realizan entre dos firmas involucradas en diferentes fases de producción o comercialización de un

mismo producto. Finalmente, en las fusiones conglomerados no existe relación entre los productos de las empresas vinculadas, pudiendo ser de tres tipos: (i) extensión de productos, para aumentar la línea de productos; (ii) extensión geográfica; y, (iii) conglomerados puros, que sería todo lo demás<sup>53</sup>.

(iii) Fusiones Directas y Fusiones Triangulares:

Siguiendo nuevamente al profesor COATES IV, así como a parte importante de la literatura anglosajona sobre *M&A*'s<sup>54</sup>, las fusiones pueden dividirse en directas y triangulares.

Hablamos de “fusión directa” cuando dos sociedades se fusionan de conformidad a un acuerdo de fusión, debidamente aprobado por ambas y en virtud del cual una de ellas (o ambas) se extinguirá para que su negocio sea asumido por la otra (o una nueva surgida de la fusión)<sup>55</sup>. Como se aprecia, dentro de este tipo de fusiones encontramos a la fusión por absorción y la fusión por incorporación, siendo la nota característica que las sociedades implicadas participan directamente.

Por otra parte, estamos frente a una “fusión triangular” cuando en la operación participan tres sociedades: las dos principales y una subsidiaria de éstas

---

<sup>53</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, pp. 3-4.

<sup>54</sup> Más información sobre esta clasificación y sobre las fusiones desde el punto de vista anglosajón en KINTNER, Earl W. *Primer of the Law of Mergers*. New York: Mac Millan Company, 1973, pp. 211-214; CLARK, Robert. *Óp. Cit.*, pp. 463 y ss; HUNT, Peter A. *Structuring Mergers & Acquisitions. Loc. Cit.* pp. 201-240; GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Cuarta edición. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007; WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Mergers Restructuring and Corporate Control*. New Jersey: Prentice Hall International Editions, 1990.

<sup>55</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, p. 52.

(denominada “subsidiaria de fusión” o *merger sub*), normalmente constituida para el efecto y la cual usualmente no posee ningún activo ni negocio, y que será finalmente la que se fusionará de manera formal con la sociedad objeto de adquisición. Si es la subsidiaria la que sobrevive a la fusión (vale decir, la *target* es absorbida por la subsidiaria), la operación es referida como una “fusión triangular hacia adelante” (*forward triangular merger*); por el contrario, si es la sociedad objeto de la fusión la que sobrevive (vale decir, cuando la subsidiaria es absorbida por la *target*), la fusión es denominada una “fusión triangular en reversa” (*reverse triangular merger*). En cualquiera de estos dos casos, lo importante es que la sociedad adquirente será finalmente el accionista controlador de la sociedad resultante de la fusión (sea la subsidiaria o la *target*) y con ello, controlador indirecto de los activos de la sociedad objetivo.

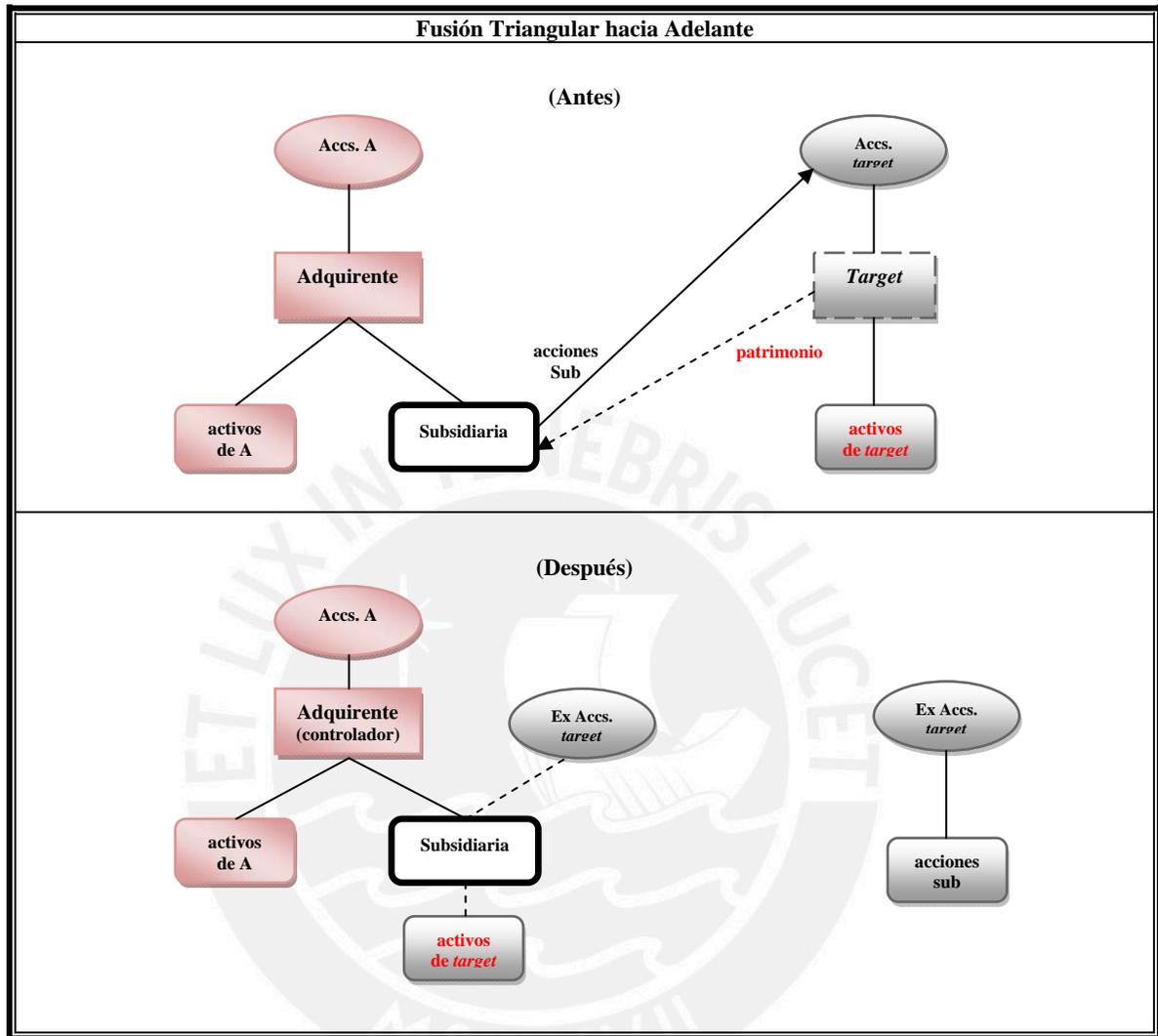
Las fusiones triangulares tienen como ventajas: (i) evitar el ejercicio del derecho de separación de los accionistas de la matriz adquirente; y, (ii) permitir aislar cualquier potencial obligación oculta o contingente de la absorbida en la subsidiaria<sup>56</sup>.

Presentamos a continuación el resumen con las implicancias estructurales y legales de las fusiones:

---

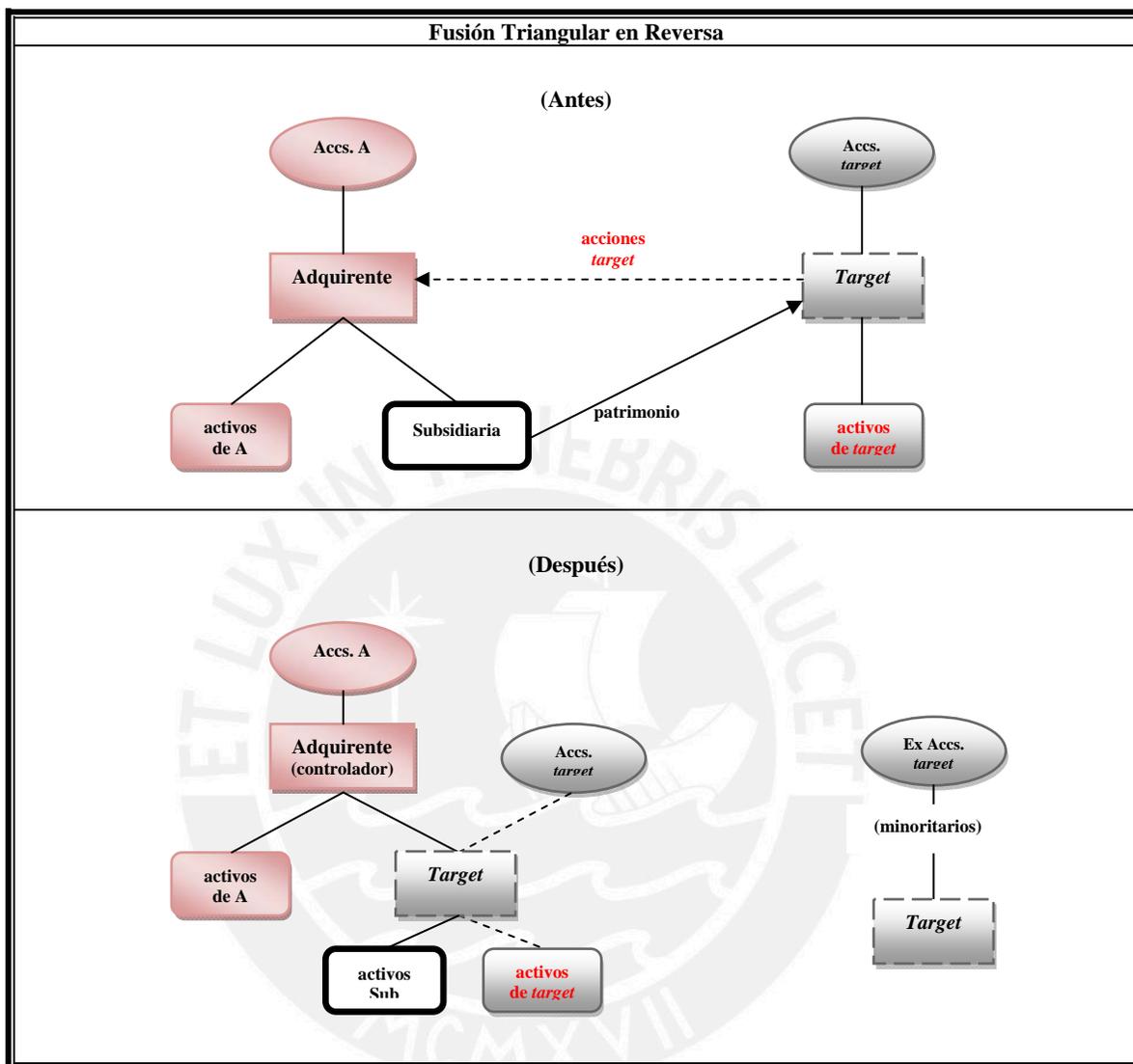
<sup>56</sup> *Ídem.*, p. 53.

Figura No. 13  
Esquema general de Adquisición mediante Fusión Triangular hacia adelante



Elaboración: Propia

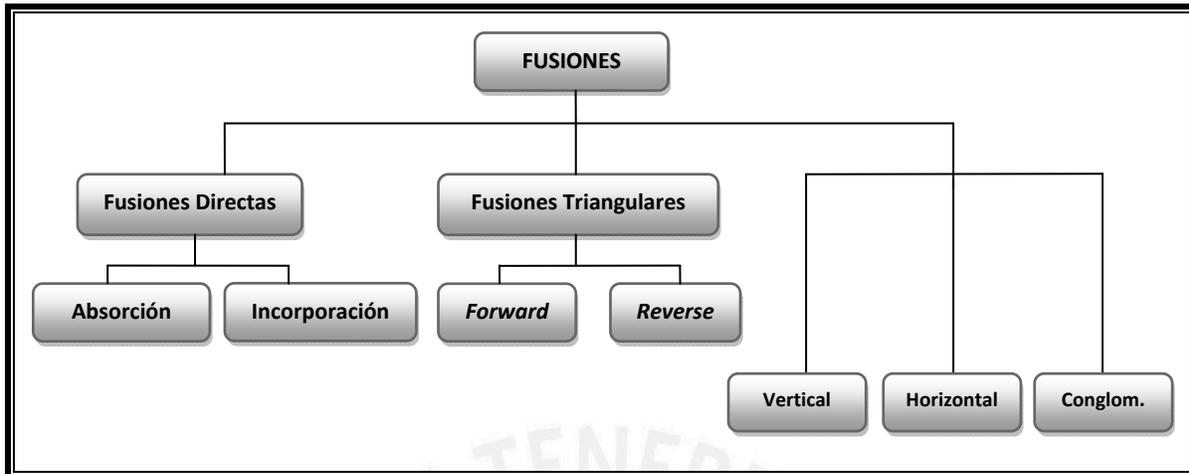
Figura No. 14  
Esquema general de Adquisición mediante Fusión Triangular en reversa



Elaboración: Propia

El marco legal aplicable para las fusiones triangulares es el mismo que el descrito para el caso de las fusiones por absorción y/o por incorporación, por lo que nos remitimos a lo manifestado para dicha clasificación.

Figura No. 15  
Clases de Fusiones



Elaboración: Propia

## b) Escisión<sup>57</sup>

Esta modalidad de reorganización societaria también se encuentra regulada en la LGS<sup>58</sup> e implica la división del patrimonio de una sociedad (denominada “escindida”) en uno o más bloques que serán transferidos a otras sociedades, nuevas o preexistentes (denominadas “beneficiarias”). Estos bloques

<sup>57</sup> Para mayor información de esta figura, desde la óptica del derecho continental, véase HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. *Reorganización de sociedades...* Loc. cit.; ELÍAS LAROZA, Enrique. *Óp. cit.*, pp. 735-780; HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *Óp. cit.*, pp. 252-263; ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO. *La Fusión y la Escisión...* En: Tratado de Derecho Mercantil. *Óp. cit.*, pp. 1180-1205.

<sup>58</sup> Artículos 367° al 390° de la LGS. El artículo 367° establece el marco conceptual de esta figura:

**“Artículo 367.- Concepto y formas de escisión**

*Por la escisión una sociedad fracciona su patrimonio en dos o más bloques para transferirlos íntegramente a otras sociedades o para conservar uno de ellos, cumpliendo los requisitos y las formalidades prescritas por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:*

- 1. La división de la totalidad del patrimonio de una sociedad en dos o más bloques patrimoniales, que son transferidos a nuevas sociedades o absorbidos por sociedades ya existentes o ambas cosas a la vez. Esta forma de escisión produce la extinción de la sociedad escindida; o,*
- 2. La segregación de uno o más bloques patrimoniales de una sociedad que no se extingue y que los transfiere a una o más sociedades nuevas, o son absorbidos por sociedades existentes o ambas cosas a la vez. La sociedad escindida ajusta su capital en el monto correspondiente.*

*En ambos casos los socios o accionistas de las sociedades escindidas reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de las nuevas sociedades o sociedades absorbentes, en su caso.”*

patrimoniales pueden estar compuestos únicamente por activos o por activos y pasivos, y en caso su valor patrimonial sea positivo, la sociedad beneficiaria aumentará su capital social y emitirá acciones a favor de los accionistas de la sociedad escindida.

De lo expuesto, se advierte que las principales características de la escisión son<sup>59</sup>:

- Transmisión de bloques patrimoniales a favor de las sociedades beneficiarias que se constituyen para tal efecto o a favor de preexistentes.
- Se generará un aumento de capital en las sociedades beneficiarias que absorben los bloques patrimoniales positivos.
- Agrupación de los socios de las sociedades intervinientes en la escisión, en tanto los socios de las sociedades escindidas reciben acciones de las sociedades beneficiarias.

Del concepto esbozado, se puede inferir –como lo ha hecho principalmente la literatura jurídica- que la escisión es una alternativa legal para alcanzar la desconcentración económica y especialización de una sociedad. No obstante, además de estas funciones, la práctica y principalmente la literatura especializada en finanzas corporativas y *M&A's* ha desatacado a la escisión como un instrumento que articula procesos de concentración y expansión empresariales, fundamentalmente como mecanismo que permite la adquisición de activos o negocios. Esto se aprecia claramente en los casos de escisión que originan un reagrupamiento simultáneo de los elementos patrimoniales de varias sociedades extinguidas en otras preexistentes o nuevas, o en la aportación del patrimonio o

---

<sup>59</sup> Cfr. HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *Óp. cit.*, pp. 253-254.

partes del mismo de una sociedad a otras preexistentes. Por ello, en su aspecto puramente económico, la escisión de sociedades constituye una técnica que puede llevar a cabo transferencias patrimoniales de diferente naturaleza, de tal manera que pueda servir tanto a un objetivo de desconcentración, como a un proceso de integración económica y empresarial<sup>60</sup>. Y es esta última función económica la razón del por qué se incluye a la escisión como un método de adquisición corporativo.

Por otro lado, de acuerdo a lo regulado por el artículo 367° de la LGS, la escisión puede tener dos modalidades<sup>61</sup>:

(i) Escisión total o propia: implica la división del patrimonio de la sociedad escidente en *dos o más* bloques, para transferirlos a favor de nuevas sociedades que se constituyen al efecto (“escisión total por constitución”), de sociedades preexistentes (“escisión total por absorción”) o de ambas (“escisión total mixta”), extinguiéndose la personalidad jurídica de la sociedad escidente.

(ii) Escisión parcial o impropia: implica que la sociedad escidente divide su patrimonio en *uno o más* bloques para transmitirlos a favor de nuevas sociedades que se constituyen al efecto (“escisión parcial por constitución”), de sociedades preexistentes (“escisión parcial por absorción”) o de ambas (“escisión parcial mixta”), con lo cual dicha sociedad no se extingue, sino que mantiene su personalidad jurídica al no haber segregado y transferido la totalidad de su patrimonio.

---

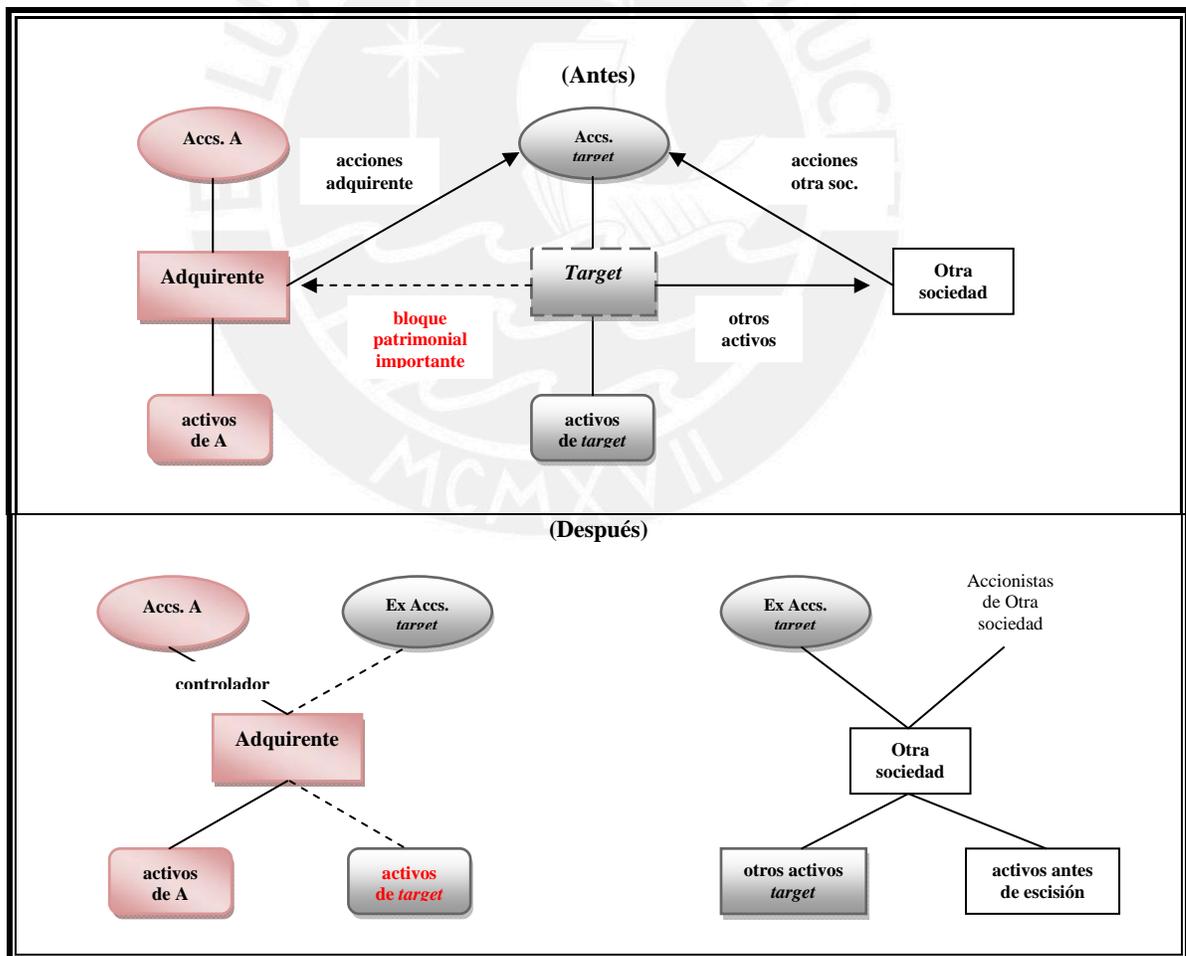
<sup>60</sup> ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO. *La Fusión y la Escisión...* En: Tratado de Derecho Mercantil. *Óp. cit.*, pp. 1180-1181.

<sup>61</sup> *Ibidem.*, pp. 1184-1185.

Al igual que en el caso de las fusiones, en cualquiera de las dos modalidades de escisión lo relevante es que los accionistas de la sociedad adquirente será finalmente los accionistas controladores de la sociedad resultante de la escisión y, con ello, controladores indirectos de los activos de la sociedad objetivo.

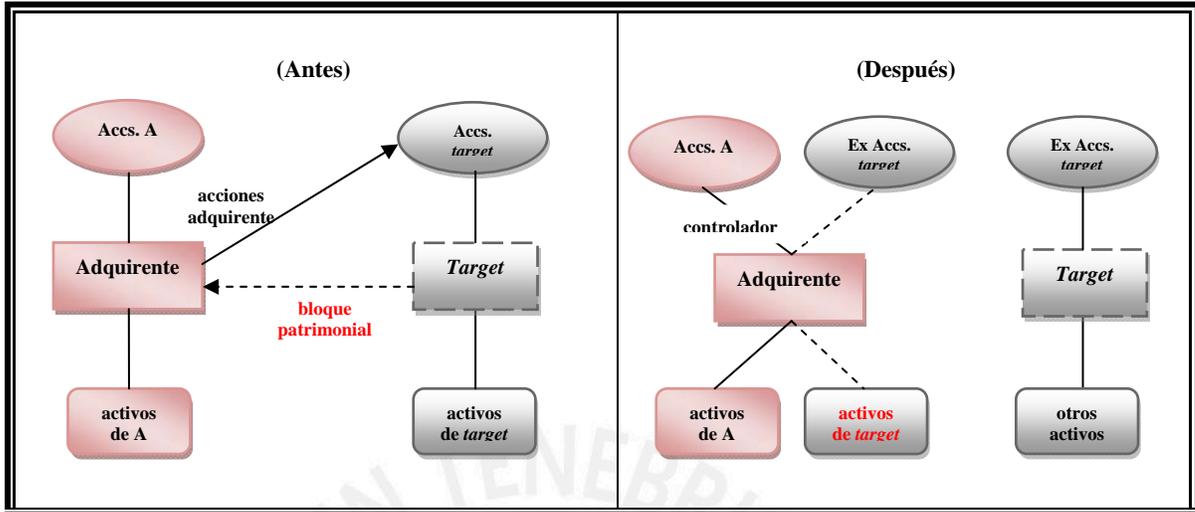
Siguiendo nuestra línea descriptiva, a continuación resumimos las principales implicancias estructurales y legales de esta figura.

**Figura No. 16**  
**Esquema general de Adquisición por Escisión total o propia**



Elaboración: Propia

**Figura No. 17**  
**Esquema general de Adquisición por Escisión parcial o impropia**



Elaboración: Propia

**Cuadro No. 6**  
**Marco Legal de la Escisión Total y Escisión Parcial**

Escisión Total / Parcial (Marco Legal)	
Adquirente (Beneficiaria) / Target (Escindida)	
Es un acto de "reorganización societaria" cuya decisión le corresponde a la <b>Junta General de Accionistas</b> .	
<b>Acuerdo de JGA:</b> Compete a la Junta, entre otros, acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad (Artículo 115° inciso 7 de la LGS).	
<b>Contenido del Proyecto de Escisión (Artículo 372° de la LGS):</b> el proyecto contendrá, entre otros: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Datos de las sociedades participantes (denominación, capital, domicilio, etc.).</li> <li>- Forma de escisión y función de cada sociedad participante.</li> <li>- Número y clase de acciones que la sociedad beneficiaria entregará a los accionistas de la escindida.</li> <li>- Procedimiento para el reparto de títulos entre socios de la escindida.</li> <li>- Compensaciones complementarias, de existir.</li> </ul>	
La aprobación del proyecto de escisión compete al Directorio, quien decide por mayoría absoluta (Artículo 371° de la LGS).	
<b>3. Quorum y toma de acuerdos (S.A. regular)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Quorum</b> (Art. 126° LGS): 1ra convocatoria: 2/3 de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 3/5 de accs. suscritas con d° voto.</li> <li>- <b>Toma de acuerdos</b> (Art. 127° LGS):: 1ra y 2da convocatoria: 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto.</li> </ul>	<b>4. Quorum y toma de acuerdos (S.A.A.)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Quorum</b> (Art. 257° LGS): 1ra convocatoria: 50% de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 25% de accs. suscritas con d° voto. 3ra convocatoria: cualquier número de acciones</li> <li>- <b>Toma de acuerdos</b> (Art. 257° LGS): 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto representadas en la JGA.</li> </ul>

**Derecho de separación (Arts. 385° y 200° LGS):**

Pueden ejercer este derecho los accionistas que hicieron constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los privados ilegítimamente de emitir voto y los titulares de acciones sin derecho a voto.

**Derecho de oposición (Arts. 383° y 219 °LGS):**

El acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho a oponerse al acuerdo de escisión.

Elaboración: Propia

**Figura No. 18**  
**Clases de Escisiones**



Elaboración: Propia

**c) Reorganización Simple**

Esta forma de reorganización societaria se encuentra regulada en el artículo 391° de la LGS<sup>62</sup> y consiste en el acto mediante el cual una sociedad identifica una o más porciones de su patrimonio (bloques patrimoniales) y los transfiere (aporta) a una o más sociedades, sean éstas sociedades preexistentes o que se constituyen al efecto. La sociedad que transfiere el bloque patrimonial recibe a cambio acciones representativas del capital de la sociedad receptora del bloque,

<sup>62</sup> **“Artículo 391.- Reorganización simple**

*Se considera reorganización el acto por el cual una sociedad segrega uno o más bloques patrimoniales y los aporta a una o más sociedades nuevas o existentes, recibiendo a cambio y conservando en su activo las acciones o participaciones correspondientes a dichos aportes.”*

convirtiéndose, por ende, en accionista de la segunda, o, en caso fuera ya accionista de la segunda, incrementaría su participación en el capital de la receptora del bloque patrimonial. La sociedad transferente del bloque patrimonial no se extingue al mantener aún patrimonio<sup>63</sup>: el remanente no aportado y las acciones emitidas por la sociedad receptora que recibe como consecuencia del aporte.

Como se puede apreciar, esta figura posee características similares a la escisión de sociedades, pues se produce la fragmentación del patrimonio de la sociedad para transferirlo a otras sociedades; sin embargo, existe una diferencia trascendental y es que en la reorganización simple, las acciones que emiten las sociedades beneficiarias se destinan a favor de la sociedad aportante y no de sus socios, manteniéndose, de esta manera, el activo de la sociedad escindida, a la vez que se evita la disminución de su capital<sup>64</sup>.

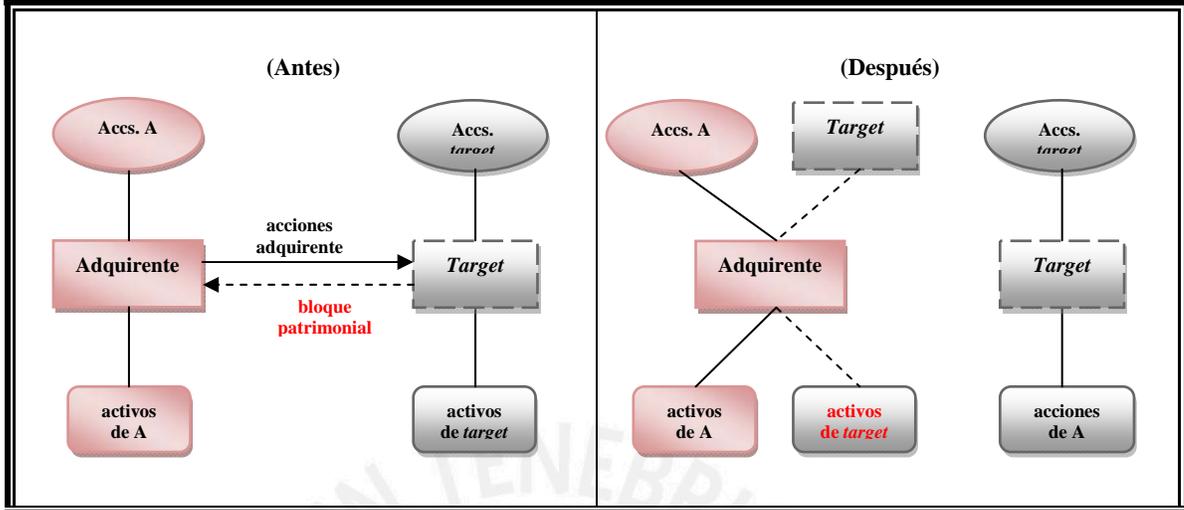
A continuación presentamos las principales implicancias estructurales y legales de las reorganizaciones simples.

---

<sup>63</sup> Cfr. HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. *Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana*. En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2005, pp. 1208-1209.

<sup>64</sup> HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *Óp. cit.*, pp. 263-264.

**Figura No. 19**  
**Esquema general de Adquisición por Reorganización Simple**



Elaboración: Propia

**Cuadro No. 7**  
**Marco Legal de la Reorganización Simple**

Reorganización Simple (Marco Legal)	
Adquirente (Beneficiaria) / Target (Aportante)	
Es un acto de "reorganización societaria" cuya decisión le corresponde a la <b>Junta General de Accionistas</b> .	
<b>Acuerdo de JGA:</b> Compete a la Junta, entre otros, acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad (Artículo 115° inciso 7 de la LGS).	
<b>Quorum y toma de acuerdos (S.A. regular)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Quorum</u> (Art. 126° LGS): 1ra convocatoria: 2/3 de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 3/5 de accs. suscritas con d° voto.</li> <li>- <u>Toma de acuerdos</u> (Art. 127° LGS):: 1ra y 2da convocatoria: 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto.</li> </ul>	<b>Quorum y toma de acuerdos (S.A.A.)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Quorum</u> (Art. 257° LGS): 1ra convocatoria: 50% de accs. suscritas con d° voto. 2da convocatoria: 25% de accs. suscritas con d° voto. 3ra convocatoria: cualquier número de acciones</li> <li>- <u>Toma de acuerdos</u> (Art. 257° LGS): 50% + 1 de accs. suscritas con d° voto representadas en la JGA.</li> </ul>
<b>Derecho de separación:</b> No aplica.	
<b>Derecho de oposición:</b> No aplica.	

Elaboración: Propia

Como se puede apreciar, desde un punto de vista estructural, las reorganizaciones societarias son fundamentalmente una combinación de venta de activos y transferencia de acciones<sup>65</sup>, cuya funcionalidad –para los efectos de este capítulo- consiste en ser un método de adquisición corporativa, vale decir, de adquisición del conjunto de activos que conforman un determinado negocio.

Ahora bien, es precisamente la transferencia de acciones que involucra a las reorganizaciones societarias la que permite entender por qué estas operaciones son identificadas como mecanismos para obtener la toma del “control societario” de la *target*.

Pues, el control societario se obtiene atendiendo a que la sociedad adquirente recibe de la sociedad objetivo (transferente) el patrimonio total o un bloque patrimonial (el negocio) y entrega en contraprestación a los socios de dicha sociedad o, directamente, a esta última (dependiendo de la modalidad de reorganización), acciones o participaciones representativas de su capital social. De esta forma, la sociedad que pretende adquirir el conjunto de activos que conforman el negocio de una sociedad y acuerda realizar una reorganización societaria con la *target*, generará una nueva estructura en la propiedad de la sociedad resultante (esto es, en su estructura de participación accionaria), en donde los socios de la *target* participarán como minoritarios. De esta manera, la sociedad adquirente, o sus socios, poseerán el control societario al mantener un porcentaje de acciones con derecho a voto que les permita manejar la Junta General de Accionistas y/o nombrar a la mayoría de los miembros del Directorio y,

---

<sup>65</sup> Cfr. FORSYTH SOLARI, Albert. *Óp. cit.*, p. 127.

con ello, controlar indirectamente los activos que conforman el negocio pretendido.

Así, por ejemplo, con una fusión se llega a la misma instancia de control societario que mediante la adquisición de acciones, conforme lo manifiestan GARRIGUES y URÍA:

Contemplada la operación desde el punto de vista económico, tanto vale tener todas las acciones de la sociedad como adquirir el patrimonio entero de ella a través de una operación de fusión. El resultado económico viene a ser el mismo en un caso y en otro, porque la sociedad adquiere, en definitiva, el dominio total de ésta<sup>66</sup>.

#### 1.2.4 Contratos sobre derechos políticos

Otra modalidad de adquisición corporativa, específicamente de adquisición del “control societario externo”, es la denominada celebración de contratos sobre derechos políticos.

En efecto, como manifiesta el profesor John COATES IV, la celebración de contratos en relación a varios tipos de derechos políticos pueden también conferir el control societario<sup>67</sup>.

Así, se dice que además del mecanismo de adquisición de “control de activos” (adquisición de activos) y de los mecanismos de adquisición del “control societario interno” (compra de acciones y reorganizaciones societarias), se cuenta con mecanismos de adquisición de “control societario externo”, como los contratos

---

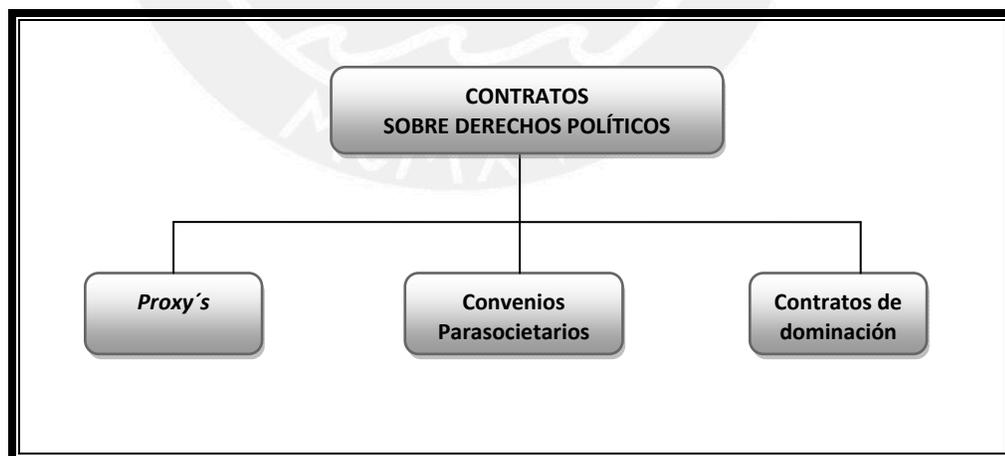
<sup>66</sup> GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA. *Óp. cit.*, p. 645.

<sup>67</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, p. 47.

sobre derechos políticos. Como lo precisamos en su momento, la diferencia entre los mecanismos internos y externos de control societario radica en que los primeros se originan en la adquisición o toma de un porcentaje significativo de participación en el capital de una sociedad (como accionista controlador), mientras que los segundos se obtienen por la vía contractual<sup>68</sup>.

No siendo nuestra intención efectuar un análisis pormenorizado y sistemático de todos los contratos sobre derechos políticos que conllevan la adquisición del control societario, a continuación describiremos los que -desde nuestro punto de vista- son los más reconocidos por la doctrina y la legislación comparada. Estos son: las delegaciones de voto (*proxy's*), los convenios parasocietarios y los contratos de dominación.

**Figura No. 20**  
**Clases de Contratos sobre derechos políticos**



Elaboración: Propia

<sup>68</sup> Cfr. RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Óp. cit.*, p. 3330.

### a) Delegación de voto (*proxy*)

Una forma de conseguir el control de una sociedad es hacerse con la mayoría de los votos en una Junta General de Accionistas y ello se puede lograr haciéndose con las suficientes delegaciones de voto (*proxy*) u otorgamiento de poderes para dicha junta. En efecto, a través de este sistema, los accionistas pueden autorizar (léase, otorgar un poder de representación) a otra persona -sea accionista o un tercero- (el adquirente) para que vote por ellos y actúe como un “representante” en una Junta General de Accionistas y logre -con un paquete importante de *proxies*- revocar a los actuales directores y nombrar un nuevo equipo directivo<sup>69</sup>. Ahora bien, se dice que cuando se promueve este proceso de adquisición vía *proxies*, los directores tienden a iniciar una defensa a la misma, a través de la petición de delegación de votos a los socios, iniciándose así una competencia por los votos de los accionistas o una “lucha por la delegación de votos” (*proxy fights*).

En efecto, como señalan BREALEY, MYERS y MARCUS, las luchas por las delegaciones de voto son una disputa por el control societario de la *target*<sup>70</sup>.

Cabe precisar, que es la literatura financiera anglosajona<sup>71</sup> quien ha destacado este mecanismo de adquisición, atendiendo a que las luchas por las delegaciones de voto son relativamente más comunes cuando las sociedades cuentan con accionariado disperso, como es el caso de las sociedades anglosajonas. Así, se señala que sólo en dicho supuesto se iniciaría un *proxy fight*, pues de existir un

<sup>69</sup> Cfr. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.* p. 115.

<sup>70</sup> Cfr. BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 607.

<sup>71</sup> Véase fundamentalmente WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, pp. 472-478. Un importante análisis de los *proxy fights* puede encontrarse también en GAUGHAN, Patrick A. *Óp. cit.*, pp. 263-282.

accionariado medianamente concentrado, por motivo de costos el adquirente tendería a adquirir las acciones en el mercado abierto y obtener así directamente el control societario.

En el Perú, la delegación de votos se encuentra regulada por el artículo 122° de la LGS<sup>72</sup>, el mismo que prescribe que cualquier accionista con derecho a participar en una JGA puede hacerse representar por otra persona, debiendo constar dicha autorización por escrito, caso en el cual tendrá validez para una sola JGA, salvo que dicho poder sea otorgado por Escritura Pública.

#### b) Convenios parasocietarios

En términos generales, la doctrina denomina convenios parasocietarios (también denominados: acuerdos o convenios de accionistas, de acciones, o parasociales) a aquellos acuerdos accesorios al contrato de sociedad, celebrados entre los socios o accionistas –o inclusive entre éstos y terceros- a fin de regular su participación en determinados ámbitos de la sociedad<sup>73</sup>. Básicamente, los

---

<sup>72</sup> **“Artículo 122.- Representación en la Junta General**

*Todo accionista con derecho a participar en las juntas generales puede hacerse representar por otra persona. El estatuto puede limitar esta facultad, reservando la representación a favor de otro accionista, o de un director o gerente.*

*La representación debe constar por escrito y con carácter especial para cada junta general, salvo que se trate de poderes otorgados por escritura pública.*

*Los poderes deben ser registrados ante la sociedad con una anticipación no menor de veinticuatro horas a la hora fijada para la celebración de la junta general.*

*La representación ante la junta general es revocable. La asistencia personal del representado a la junta general producirá la revocación del poder conferido tratándose del poder especial y dejará en suspenso, para esa ocasión, el otorgado por escritura pública. Lo dispuesto en este párrafo no será de aplicación en los casos de poderes irrevocables, pactos expresos u otros casos permitidos por la ley.”*

<sup>73</sup> Cfr. ROSELLÓ DE LA PUENTE, Rafael y Fernando OCAMPO VÁSQUEZ. *La Sindicación de Acciones*. En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2005, p. 131.

convenios parasocietarios determinan las pautas y lineamientos sobre cómo funcionará la sociedad en todos aquellos aspectos en los que las partes deseen ponerse de acuerdo (ejercicio del derecho de voto, políticas de administración de la sociedad, limitaciones a la transferencia de acciones y derechos inherentes a las mismas, entre otros)<sup>74</sup>. En ese sentido, el espectro en el que se desenvuelven los convenios parasocietarios es muy amplio, puesto que pueden responder a un sinnúmero de necesidades y situaciones de las partes, en tanto dichas necesidades y situaciones no vulneren el ordenamiento legal establecido<sup>75</sup>.

Ahora bien, ¿cómo se produce la toma del “control societario” mediante este tipo de convenios? Pues dicho control se obtiene cuando los acuerdos al interior de un convenio parasocietario tienen como objeto “influir o controlar la gestión de la sociedad objetivo”, sea a través de la regulación del ejercicio del derecho de voto en las Juntas Generales de Accionistas, de las sesiones del Directorio, o de ambas situaciones. Cada caso dependerá de la clase de convenio parasocietario en el que nos encontremos, conforme describiremos a continuación.

Siguiendo la clasificación descrita por Daniel ABRAMOVICH<sup>76</sup>, los convenios parasocietarios pueden clasificarse en: (i) sindicatos de acciones, y (ii) meros pactos de accionistas.

---

<sup>74</sup> Cfr. VELARDE SAFFER, Luis Miguel y Daniel GONZALES LA ROSA. *Los convenios de accionistas y la aplicación del artículo 1365° del Código Civil*. En: Derecho Societario. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales. 2011, p. 872.

<sup>75</sup> Cfr. ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. *Una aproximación práctica a los convenios de accionistas en la sociedad anónima*. En: Ius et Veritas 20. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2000, p. 149.

<sup>76</sup> *Ídem*, p. 149 y ss. Básicamente esta es la clasificación seguida por la doctrina mayoritaria. No obstante, llama la atención la clasificación descrita por el profesor Cándido Paz-Ares, para quien los convenios se clasifican en (i) pactos de relación; (ii) pactos de atribución; y, (iii) pactos de organización. Cfr. PAZ-ARES, Cándido. *El enforcement de los pactos parasociales*. En: Actualidad

(i) Sindicato de acciones: es el acuerdo entre una pluralidad de socios de una misma sociedad o entre éstos y terceros, que, conformando un sindicato<sup>77</sup> en forma paralela a la organización estatutaria, tiene por objeto el cumplimiento de determinadas pautas de actuación frente a la propia sociedad, con la finalidad de tutelar los intereses de sus miembros frente a los demás socios, o de influir en forma relevante en las decisiones de los órganos de gobierno de la sociedad<sup>78</sup>.

La característica central de este tipo de convenio parasocietario, y que lo diferencia de los meros pactos de accionistas, es el establecimiento de determinados “mecanismos o procedimientos” a través de los cuales los miembros tendrán que ponerse de acuerdo para que el sindicato actúe<sup>79</sup>. Nos referimos a mecanismos al interior del sindicato (forma de las convocatorias, quórum de asistencia e instalación, mayorías requeridas para tomar acuerdos, formalidades en la representación de los miembros por terceros, etc.), como a mecanismos “externos” de funcionamiento frente a la sociedad (mediante la obligación de votar en determinado sentido por cada miembro del sindicato en las JGA; o mediante la designación de un representante común).

Son dos las modalidades de sindicación de acciones:

---

Jurídica Uría & Menéndez N° 5. Mayo-agosto. 2003, pp. 19-43.

<sup>77</sup> Entiéndase “sindicato” como asociación formada para la defensa de intereses políticos y económicos comunes a todos los asociados.

<sup>78</sup> Cfr. ROSELLÓ DE LA PUENTE, Rafael y Fernando OCAMPO VÁSQUEZ. *La Sindicación de Acciones...* Óp. cit., pp. 138-139.

<sup>79</sup> Cfr. ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel. Óp. cit., p. 150.

- Sindicato de voto: son convenios que regulan el ejercicio del derecho de voto de sus miembros, con el objeto de asegurar una actuación conjunta y uniforme en JGA y, con ello, o bien tomar el control y gobierno de la sociedad (denominados “sindicatos de mando”), o bien mantener una posición de defensa en bloque de sus intereses como accionistas minoritarios (denominados “sindicatos de defensa”)<sup>80</sup>.
  
- Sindicato de bloqueo: son convenios a través de los cuáles se pretende evitar la modificación de la estructura accionaria de la sociedad, al menos en lo que concierne a la participación de aquellos que intervienen en el sindicato, a través del establecimiento de limitaciones o preferencias para la transmisión de las acciones<sup>81</sup>.
  
- (ii) Meros pactos de accionistas: son aquellos convenios que establecen obligaciones concretas sobre el ejercicio del derecho de voto, las mismas que están completa y expresamente detalladas en dicho convenio, no requiriéndose en consecuencia un posterior acuerdo por parte de los suscriptores del pacto (a diferencia de los sindicatos de acciones, los cuáles –como manifestamos previamente- requieren de un mecanismo complejo y completo a través del cual los miembros del sindicato adoptan determinados acuerdos). En otras palabras, en un mero pacto de accionistas, las obligaciones son cumplidas por todos los firmantes sin la necesidad de realizar un procedimiento previo o consulta alguna. Así, por ejemplo, cuando se establece que cada vez que se vayan a designar a los directores de la *target*, sea el adquirente (accionista o tercero) quien se

---

<sup>80</sup> Cfr. ROSELLÓ DE LA PUENTE, Rafael y Fernando OCAMPO VÁSQUEZ. *La Sindicación de Acciones...* Óp. cit., p. 140.

<sup>81</sup> *Ibidem*.

encargue de dicha elección y notifique a las partes del pacto a fin de que materialicen la decisión; o cuando dicho adquirente sea quien deba presentarse en las JGA como representante de los todos los miembros del pacto y tome los acuerdos directamente. Nótese que en ninguno de estos casos existen procedimientos o acuerdos previos a la celebración de la Junta General de Accionistas pues todas las obligaciones han sido consignadas en el pacto.

Cabe indicar que los meros pactos de accionistas –al igual que los sindicatos de acciones- pueden versar ya sea sobre el ejercicio del derecho de voto (denominados “pactos de voto”), o sobre limitaciones en caso de transferencia de acciones (denominados “pactos de bloqueo”).

Por todo lo descrito, puede entenderse cómo mediante la celebración de convenios parasocietarios, específicamente a través de sindicatos de voto o mediante meros pactos de accionistas (de voto), un accionista no controlador o un tercero (adquirente), puede reunir una cantidad tal de acciones con derechos de voto que le permitan ejercer sus derechos políticos en una proporción tal que llega a adquirir el control societario de la sociedad objetivo, esto es, mandando en la Junta General de Accionistas y/o teniendo la capacidad de remover o designar a la mayoría de los directores.

Finalmente, basta señalar que los convenios parasocietarios se encuentran regulados en el artículo 8° de la LGS<sup>82</sup>, norma que les reconoce plena validez

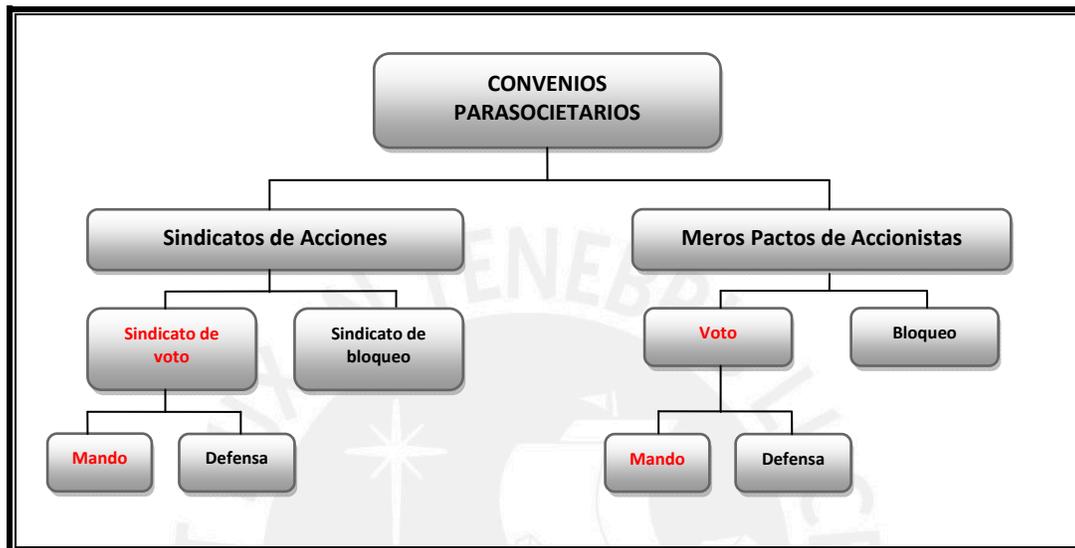
---

<sup>82</sup> **“Artículo 8.- Convenios entre socios o entre éstos y terceros**

*Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados.*

frente a la sociedad a partir del momento que les sean debidamente comunicados<sup>83</sup>.

**Figura No. 21**  
**Clases de Convenios Parasocietarios**



Elaboración: Propia

### c) Contrato de dominación

Siguiendo a Oswaldo HUNDSKOPF, el contrato de grupo o de dominación es aquel acuerdo de voluntades entre personas naturales o jurídicas<sup>84</sup> (el dominante y el/los dominado/s) que rige el funcionamiento, relaciones y obligaciones de dos

---

*Si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán estos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron."*

<sup>83</sup> Para un completo estudio de los convenios regulados por la LGS véase SALAS SÁNCHEZ, Julio. *Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad*. En: Derecho Societario. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales. 2011, pp. 701-757.

<sup>84</sup> En el caso del dominante se puede tratar de una persona jurídica o natural, en el caso de las nominadas, nunca se puede tratar de una persona natural, pues se estaría vulnerando o restringiendo su libertad individual o libre albedrío, que como derechos fundamentales personalísimos y fundamentales, son irrenunciables.

o más sociedades y mediante el cual el sujeto dominante (adquirente) asume la facultad de impartir la dirección unificada de un grupo de sociedades, o de imponer determinadas prestaciones de contenido económico, mientras que la sociedad dominada (*target*) se obliga a acatar sus instrucciones, incluso siendo estas contrarias al beneficio de la propia sociedad dominada<sup>85</sup>.

De lo cual se desprende que la consecuencia de la estipulación de tales contratos será que los directores o administradores de la sociedad dominante (adquirente) estarán autorizados para dar instrucciones a los directores de la sociedad dominada (*target*) en materia de gestión de esta última. La sociedad dominante estará, además, legitimada no sólo a dirigir a la *target* sino también a servirse del patrimonio de ésta en su propia ventaja o en su propio interés<sup>86</sup>.

La legislación peruana, y en especial la LGS, no se pronuncia en torno al contrato de dominación, por lo que este tiene la condición de atípico. Ahora bien, ¿pueden celebrarse este tipo de contratos en el Perú? La respuesta es que sí, pues, teniendo en cuenta su atipicidad contractual, el predominio de la voluntad sobre la ley, la libertad contractual y de contratar establecida en la Constitución Política, se posibilita que las partes determinen libremente el contenido y forma del contrato, siempre y cuando no afecte disposiciones legales imperativas<sup>87</sup>.

---

<sup>85</sup> Cfr. HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *El contrato de grupo y la concentración empresarial*. En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo tres. Lima: Gaceta Jurídica. 2008, pp. 150-151.

<sup>86</sup> Cfr. RUIZ PERIS, Juan Ignacio. *Óp. cit.*, pp. 3344-3345.

<sup>87</sup> Cfr. HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo. *El contrato de grupo... Óp. cit.*, p. 153. Un análisis detallado sobre la validez de los contratos de dominación, a la luz de la legislación peruana, puede verse en ECHAIZ MORENO, Daniel. *Derecho Societario. Un nuevo enfoque jurídico de los temas societarios... Óp. cit.*, pp. 280-283. Asimismo, para la revisión de algunos comentarios sobre la problemática de estos contratos respecto de los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo, y en especial del conflicto entre el interés del grupo dominante versus el interés de la *target*, véase PAYET PUCCIO, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo... Óp. cit.*, pp. 95-97.

### 1.3 Diferencias, ventajas y desventajas entre las modalidades de adquisición societaria

Las adquisiciones de acciones que se hacen en el mercado abierto y las OPAs se diferencian fundamentalmente de las emisiones directas, adquisiciones de activos y de las reorganizaciones societarias, en que estas últimas siempre involucran a la sociedad objeto de adquisición como tal, y por lo tanto requieren la aprobación de por lo menos alguno de sus órganos competentes (léase, Directorio o Junta General de Accionistas). En cambio, las adquisiciones de acciones efectuada directamente a los accionistas (sea en el mercado abierto o en las OPAs) no necesitan de la participación de la *target*, pudiendo en consecuencia ser llevadas a cabo sin necesidad de aprobación de ningún órgano societario de esta última<sup>88</sup>.

Asimismo, es preciso tener en consideración que las adquisiciones en el mercado abierto y las OPAs se diferencian entre sí en el hecho que, en caso la *target* sea una sociedad con accionariado difundido, será la OPA la única y más eficiente forma de adquirir su control, dado que en el mercado abierto se puede producir: (i) mayor tiempo (demora) en la adquisición; (ii) elevados costos para transferir las acciones entre todos los accionistas; y, (iii) incertidumbre respecto de si se producirá o no la adquisición (en caso de no alcanzarla, se habrá gastado dinero, tiempo y una posición minoritaria en la *target*)<sup>89</sup>.

---

<sup>88</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, p. 51.

<sup>89</sup> Cfr. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1.197/1991. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993, pp. 30-31.

Por otra parte, en relación a las reorganizaciones societarias, es importante tener en consideración que en determinados supuestos las reorganizaciones plantean un beneficio respecto de las adquisiciones de activos y de las adquisiciones de acciones: estos dos últimos mecanismos suelen utilizarse en las adquisiciones de empresas de “propiedad cerrada” o de subsidiarias de grandes empresas. Sin embargo, estas estructuras, cuando se trata de adquisiciones de grandes empresas abiertas, dejan algo siempre que desear. En efecto, las adquisiciones de activos usualmente involucran complicadas y costosas transferencias por cada activo materia de la operación, especialmente cuando se requiere el registro de los activos que se transfieren. Por su parte, muchas veces la adquisición de acciones difícilmente podrá conferir al comprador la propiedad de un porcentaje significativo de las acciones de una sociedad de accionariado disperso; no sólo porque algunos accionistas estarán reacios a la venta a efectos de obtener una mayor contraprestación, sino también porque simplemente un porcentaje menor de accionistas no tendrá conocimiento de la oferta o, ni siquiera, de su condición de accionistas. Como resultado, las tomas de control de grandes compañías abiertas muchas veces involucrarán una reorganización societaria<sup>90</sup>. Asimismo, a diferencia de las adquisiciones de acciones, las reorganizaciones societarias afectan directamente a todos los accionistas de las sociedades que se reorganizan, sin importar si ellos votaron a favor o en contra<sup>91</sup>.

Por su parte, los contratos sobre derechos políticos presentan como principal diferencia y desventaja el hecho que son operaciones que no permiten una adquisición del control societario “duradero” y “definitivo”. Ello, debido a que son

---

<sup>90</sup> Cfr. LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Loc. cit.*, pp. 51-52.

<sup>91</sup> *Ibidem*.

métodos poco estables ya que deben ponerse en práctica cada vez que se pretende votar en JGA<sup>92</sup>. Por dicho motivo, tradicionalmente la doctrina ha aceptado como modos más eficientes y eficaces de adquirir el control societario aquéllos que comportan un cambio efectivo de la titularidad del paquete de control, como –por ejemplo- las adquisiciones de acciones<sup>93</sup>.

#### 1.4 Factores que afectan la elección de la modalidad de adquisición<sup>94</sup>

La decisión sobre la modalidad en que se realizará la adquisición, salvo que exista alguna limitación legal al respecto, corresponde al adquirente. Su decisión, atendiendo a las particularidades de cada caso, tomará en consideración una variedad de factores, incluidos aquellos vistos en el punto anterior (beneficios, ventajas y desventajas de cada modalidad de adquisición).

En efecto, los factores que juegan un papel importante en la elección de la modalidad de adquisición usualmente resultan ser específicos según cada operación en particular. No obstante, existen una serie de factores que pueden ser considerados “comunes” a la mayoría de las operaciones. Así, desde nuestro punto de vista, consideramos los siguientes:

- Costo directo de la operación
- Marco de tiempo

---

<sup>92</sup> Cfr. OTERO LASTRES, José Manuel. *La Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Sociedades Anónimas no Cotizadas en Bolsa*. En: Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Valencia: Editorial Tirant lo Blanch, 1995, p. 14.

<sup>93</sup> Cfr. SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 40.

<sup>94</sup> *Ídem*. Mayor información sobre cada uno de los factores legales que se mencionan en este punto, véase el trabajo de Anna María SALA I ANDRES.

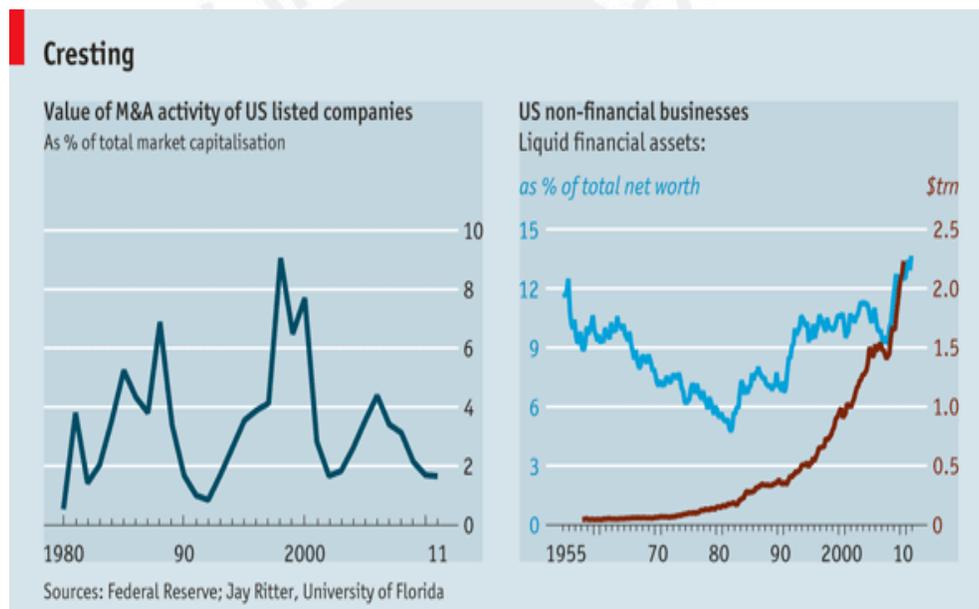
- Costos de transacción
- Impuestos o carga tributaria
- Aprobación de accionistas y del Directorio
- Aprobación de contratos, de licencias y aprobaciones administrativas
- Elección de determinados activos y pasivos



## 2. El Mercado de Control Societario

El incremento a lo largo de los años<sup>95</sup> del volumen de operaciones de adquisición corporativa (léase, F&A's o M&A's), generó la aparición de un nuevo mercado, denominado -en términos generales por la literatura económica y jurídica especializada- como “mercado de fusiones y adquisiciones” o “mercado de control societario”<sup>96</sup>.

Figura No. 22  
Crecimiento de operaciones de M&As



Fuente: The Economist<sup>97</sup>

<sup>95</sup> Las F&A's (M&A's), han tenido un gran desarrollo a lo largo de los años, aunque se destacan etapas de mayor auge, las cuáles son conocidas por la literatura financiera como “oleadas de fusiones y adquisiciones” (*mergers waves*). Para una completa descripción de las denominadas oleadas, así como de la tesis que analiza una posible nueva oleada, véase el artículo publicado en *The Economist* titulado “*Surf's up. Merger waves mean that markets can consolidate rapidly. The next one is coming*” (19 de mayo de 2012). Consulta: 13 de marzo de 2015. <<http://www.economist.com/node/21555550?fsrc=scn/fb/wl/ar/surfsup>>

<sup>96</sup> UNCTAD - UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. *Informe de la reunión de expertos en fusiones y adquisiciones: Políticas destinadas a acrecentar al máximo los efectos positivos de las inversiones internacionales y a reducir al mínimo sus posibles efectos negativos*. Ginebra: Naciones Unidas, 2000, p. 2.

<sup>97</sup> <<http://www.economist.com/node/21555550?fsrc=scn/fb/wl/ar/surfsup>> Consulta: 13 de

Este aumento significativo del volumen de operaciones no dejaría de ser una anécdota si no fuera por su trascendencia económica y por los efectos que producen en los países, precisamente, cuando nos encontramos ante un verdadero mercado de adquisiciones corporativas.

En efecto, el aumento en las operaciones de adquisición corporativa ha generado un nuevo marco de estudio, cuya importancia ha trascendido el simple análisis de una operación de adquisición vista individualmente, para dar paso al análisis de los efectos económico-jurídicos que en una economía o un mercado económico determinado producen las adquisiciones corporativas vistas de manera conjunta.

En el presente punto estudiaremos, en primer lugar, al denominado “mercado de fusiones y adquisiciones” y lo diferenciaremos del “mercado de control societario” en su sentido más técnico o estricto. Así, partiendo de la descripción del concepto de “mercado de control societario en sentido amplio” haremos notar el error conceptual de buena parte de la literatura económica y financiera (quienes denominan “mercado de control societario” o “mercado de fusiones y adquisiciones” de manera indistinta), para posteriormente ingresar a analizar la “Teoría del Mercado de Control Societario”, en cuyo seno se ha decantado el que consideramos es el verdadero concepto de “mercado de control societario” y al cual hemos denominado “mercado de control societario en sentido estricto”.

---

marzo de 2015.

La confusión conceptual es grande, no obstante, esperamos aportar en la comprensión del que -consideramos- es el verdadero concepto de “mercado de control societario”.

## 2.1 Concepto en sentido amplio

En sentido amplio, el mercado de control societario tiene dos acepciones. La primera hace alusión a lo que buena parte de la literatura económica y financiera denomina “mercado de fusiones y adquisiciones”, es decir, a aquel mercado<sup>98</sup> compuesto por operaciones a las que hemos denominado de “adquisición corporativa” o “adquisición de empresas” (en los términos expuestos en el punto 1 de este trabajo; a saber: adquisición de activos, adquisición de acciones, reorganizaciones societarias y contratos sobre derechos políticos) y cuyo objeto es la adquisición del negocio (o conjunto de activos, también denominado “unidad de producción”) capaz de generar rentabilidad, flujos de caja y/o beneficios futuros. Así, esta primera acepción es sumamente amplia y general, siendo posible advertir en su contenido a la *adquisición de activos* que componen – precisamente- el negocio pretendido.

La segunda acepción, por su parte, denota un mercado más delimitado, cuyo objeto de negociación no son activos, sino específica y únicamente el control de sociedades. Es decir, nos encontramos ante un concepto más reducido, toda vez

---

<sup>98</sup> En términos generales, el mercado es el lugar en donde se reúnen un conjunto de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio. Las fuerzas de la oferta y la demanda son determinadas por la conducta de los vendedores y compradores. *Cfr.* ALIAGA FARFÁN, Jeanette y Fiorella TORRES TEJADA. *Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios*. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. p. 39.

que se encuentra relacionado únicamente a la adquisición del “control societario” (sea éste interno<sup>99</sup> o externo<sup>100</sup>, conforme a los términos expuestos en el punto 1 de este trabajo). En ese sentido, podemos afirmar que hablamos de un mercado de control societario cuando estamos frente a un mercado en donde la característica más sobresaliente de éste es el objeto sobre el que recae la oferta y la demanda: “el control de las sociedades”<sup>101</sup>.

De acuerdo a esta segunda acepción, el “mercado de control societario” sólo estaría relacionado, como su nombre lo dice, a la toma o adquisición de *sociedades* o, en estricto, de la adquisición del “control societario”, esto es, a la capacidad de decidir y dirigir la gestión de una sociedad, sea mandando en las juntas de accionistas, dirigiendo al órgano de administración o nombrando a su mayoría. Todo lo cual se logra –como hemos descrito precedentemente- mediante la adquisición de acciones, las reorganizaciones societarias (ambos casos, denominados “control societario interno”) y a través de la celebración de contratos sobre derechos políticos (esto es, del denominado “control societario externo”).

Como puede apreciarse, si quisiéramos hablar en el sentido más técnico de un mercado de control societario, éste estaría contenido en la segunda acepción expuesta precedentemente. En efecto, una correcta significación del concepto de mercado de control societario –siempre hablando en un sentido amplio- estaría detentado por lo que semánticamente nos señala el mismo: controlar una sociedad; lo cual, como hemos destacado en el primer punto de este trabajo, no se adquiere con la adquisición de activos, sino a través de: (i) la adquisición de

---

<sup>99</sup> Véanse pp. 14 y 19.

<sup>100</sup> *Ibidem*

<sup>101</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control... Óp. cit.*, p. 25.

acciones, (ii) las reorganizaciones societarias (denominados “control societario interno”), y (iii) mediante la celebración de contratos sobre derechos políticos (denominado “control societario externo”).

En todo caso, para que la primera acepción tenga mayor sentido, sería pertinente denominarla –como bien lo han hecho algunos autores de la literatura económico y financiera- “mercado de control de empresas”, atendiendo a que el concepto de *empresa* es un concepto más genérico que el de sociedad (éste último es un concepto legal) y, por tanto, puede incluir la adquisición de los activos, en tanto éstos pueden constituir un negocio o unidad de producción.

Por ello también algunos autores de la literatura financiera denominan al mercado de control en sentido amplio como mercado de fusiones y adquisiciones de empresas. Lo dicho hasta el momento puede ser resumido a través del siguiente cuadro:

**Figura No. 23**  
**Acepciones del concepto de Mercado de Control Societario en sentido amplio**



Elaboración: Propia

## 2.2 Concepto en sentido estricto: La Teoría del Mercado de Control Societario (“TMCS”)

Hasta aquí hemos descrito el concepto de mercado de control societario en su sentido amplio. No obstante, debemos tener en consideración que el verdadero alcance teórico/académico de este concepto se encuentra en su sentido estricto, el cual –como veremos en este punto- ha sido desarrollado precisamente por la TMCS y es que con esta teoría nace el término mercado de control societario y, consecuentemente, es en su seno donde se desarrolla el concepto en sentido estricto.

Por ello, hablar del “mercado de control societario en sentido estricto” requiere tener como presupuesto inicial que no estamos frente a un concepto lato y meramente semántico, sino que el mismo es fruto de una de las principales

teorías que sobre economía de la empresa se han desarrollado en el siglo XX y que tiene -a su vez- como punto de partida a otra teoría fundamental en la literatura económica: la teoría sobre la separación entre la propiedad y la gestión en las sociedades.

Dicho esto, y dado que el análisis y descripción de la “Teoría del Mercado de Control Societario” escapa de los objetivos del presente trabajo, pasaremos a describir brevemente sus principales elementos configuradores, partiendo por la teoría que estudia la separación entre la propiedad y la gestión en las sociedades, la cual nos permitirá entender la TMCS y, en especial, el concepto de “mercado de control societario en sentido estricto”.

### **2.2.1 La separación entre la propiedad y la gestión en las grandes sociedades cotizadas: el conflicto de intereses**

En el año 1932, Adolf BEARLE y Gardiner MEANS publicaron el libro “*The Modern Corporation and Private Property*”<sup>102</sup>, en el cual describieron por primera vez el fenómeno de la separación entre la propiedad y el control que se produce en las grandes sociedades<sup>103</sup>, al haberse producido en los Estados Unidos de Norteamérica economías de escala y un crecimiento en sus mercados.

---

<sup>102</sup> Cfr. BEARLE, Adolf y MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Transaction Publishers, 1932. Con relación a la trascendencia de esta obra, García de Enterría manifiesta que “de la importancia de esta obra habla el hecho de que algún autor haya llegado a considerarla como la segunda obra sobre Economía de mayor trascendencia del siglo XX, tras la ‘Teoría General’ de Keynes”, citando las palabras de Henry Manne en ese sentido. Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPA’s*. Madrid: Civitas, 1999, p. 52.

<sup>103</sup> Entre otros exponentes, esta teoría fue posteriormente ampliada por Eugene Fama y Michael Jensen en su trascendental obra *Separation of Ownership and Control*. Cfr. FAMA, Eugene F. y Michael C. JENSEN. *Separation of Ownership and control*. En: *Journal of Law and Economics*,

Para estos autores, los administradores de las sociedades de accionariado difundido se habían vuelto en gran parte autónomos, constituyéndose en los verdaderos detentadores del control societario<sup>104</sup>. Ello, debido a que, como apunta Richard POSNER, “en este tipo de sociedades el accionista típico no conoce bien las actividades de la empresa, no deriva de ellas una parte importante de sus ingresos y no espera ni tiene incentivos para participar en su administración. Es un inversionista pasivo y, dada la liquidez de su interés, sólo tiene una relación casual y a menudo transitoria con la empresa. Su interés, como el de un acreedor, es financiero, no administrativo”<sup>105</sup>. Resulta claro que “en sociedades de este tipo, el capital está disperso entre una multitud de accionistas de modo que ninguno supervisa la dirección de la empresa”<sup>106</sup>.

En ese mismo sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA señala:

(...) el hecho es que en una gran mayoría de las grandes sociedades anónimas o bursátiles viene a quebrarse la vinculación tradicional entre la gestión y la propiedad de la empresa, al descansar aquélla en participaciones de capital que por sí solas son insuficientes para asegurar la mayoría en las juntas de accionistas (...) Este fenómeno hunde sus raíces en la existencia de una multitud de pequeños accionistas con un capital reducido y carentes de toda *affectio societatis*, para quienes la rentabilidad de su inversión, en la doble forma de dividendos y de cotización, es el único factor explicativo de su ingreso en la sociedad. Lo determinante, en todo caso, es que la creciente dispersión del accionariado hace que la facultad de dirección de las sociedades abiertas o bursátiles descansa en una participación en el

---

volumen 26, N° 2 (junio), 1983, pp. 301-325.

<sup>104</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles y medidas de protección*. En: *Ius et Veritas* 23. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. p. 108.

<sup>105</sup> POSNER, Richard. *El Análisis Económico del Derecho*. México D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1998, pp. 388-389.

<sup>106</sup> POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Mejorando el Gobierno Corporativo: OPA's, Mercado de Control y Mercado de Valores en el Perú*. En: *Ius et Veritas* 24. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 150-151.

capital cada vez menor y que el poder de los administradores se ejercite con un elevado nivel de independencia frente a los accionistas (...) <sup>107</sup>.

Por su parte, “la separación entre la propiedad y control cumple una importante función económica, en la medida que permite la especialización en los roles de inversionista y de administrador” <sup>108</sup>. Se produce una especialización de funciones, mediante la cual los accionistas asumen el papel de inversionistas aportantes de capital a cambio del derecho a participar en las ganancias sociales <sup>109</sup>, y “los administradores, dotados de los conocimientos indispensables para la gestión de una gran empresa, pueden aplicar su competencia técnica aun careciendo de los fondos económicos necesarios” <sup>110</sup>.

De esta manera, se afirma que la sociedad anónima listada en una bolsa de valores (cuyo accionariado se encuentra mayoritariamente disperso) <sup>111</sup> es la estructura empresarial que más ha desarrollado la separación de la gestión y propiedad. Lo cual se traduce en que los accionistas de la sociedad delegan – voluntaria o involuntariamente- la gestión de ésta a personas especialmente contratadas para dicho fin, constituyéndose entre ambos una “relación de agencia” <sup>112</sup> que implica *per se* un potencial conflicto de interés entre los

---

<sup>107</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control... Óp. cit.*, pp. 52-53.

<sup>108</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.*

<sup>109</sup> Este esquema corporativo incentiva a que los inversionistas sean al mismo tiempo accionistas de varias sociedades, en virtud de una elemental política de diversificación, con lo cual queda de manifiesto cómo el propio interés del pequeño accionista postula una actitud de pasividad, de apartamiento de la gestión de la sociedad a la que pertenece.

<sup>110</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control... Óp. cit.*, p. 54.

<sup>111</sup> Es preciso tener en consideración que la literatura jurídica y económica que aborda el fenómeno de la separación entre propiedad y control habla indistintamente de “sociedades de accionariado difundido” y de “sociedades con acciones listadas en bolsa”, presuponiendo que éstas últimas cuentan con accionariado disperso, lo cual no necesariamente es cierto. Un ejemplo de ello es nuestro país.

<sup>112</sup> Se produce una “relación de agencia” cuando se establece un vínculo entre dos sujetos, uno de ellos denominado “Principal” y el otro “Agente”, en virtud del cual el Agente se compromete a

administradores (directores y plana gerencial de la sociedad) -quienes toman decisiones sobre bienes ajenos- y los accionistas -quienes sufren las consecuencias de tales decisiones en términos financieros<sup>113</sup>.

En efecto, como señala PAYET<sup>114</sup>, en este esquema de separación de propiedad y control (“relación de agencia”) se generan los problemas de potenciales conflictos de intereses que surgen siempre que uno administra los recursos de otro<sup>115</sup>. Los administradores, con poder para utilizar los recursos sociales, pueden emplearlos en beneficio propio y no en el de los accionistas<sup>116</sup>. Nos encontramos, pues, ante lo que la literatura económica ha denominado el “Problema de Agencia”<sup>117</sup>.

En palabras de PALACÍN:

La creciente separación que tiene lugar, en las sociedades anónimas modernas, entre la propiedad y el control de los recursos corporativos acrecienta las posibilidades de conflicto entre los accionistas y los

---

realizar ciertas funciones, prestaciones o actividades en interés y beneficio del Principal y en donde la característica primordial de este tipo de vínculo radica en que el alcance, momento y contenido específico de las funciones y actividades es determinado por el propio Agente. Para un análisis en nuestro medio sobre el particular véase MARTÍNEZ, Juan José. *Apuntes sobre el Rol del Derecho frente al Problema de Agencia en las Organizaciones*. En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 279-286.

<sup>113</sup> Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 150.

<sup>114</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.*

<sup>115</sup> Siguiendo a los profesores Easterbrook y Fischel: “*When one person exercises authority that affects another's wealth, interests may diverge... the manager's interests diverge from the interests of those who contributed capital*”. Cfr. EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 91.

<sup>116</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Óp. cit.*, pp. 108-109.

<sup>117</sup> Si bien la “Relación de Agencia” persigue primordialmente el beneficio del Principal, no necesariamente se producen los resultados perseguidos por éste, debido a la conducta estratégica (oportunist) desarrollada por el Agente, quien va a pretender beneficios adicionales (monetarios o no monetarios) a los previamente establecidos (pactados) con el Principal. A esta situación se denomina “Problema de Agencia”. Entre las principales causas del Problema de Agencia, encontramos el hecho que los Agentes (directores) no asumen la totalidad de los costos y beneficios de sus acciones. Cfr. MARTÍNEZ, Juan José. *Óp. cit.*, p. 281.

dirigentes de la organización, lo que se podría traducir, en la práctica, en la adopción por parte de estos últimos, de decisiones no maximizadoras de la riqueza de los accionistas aunque sí de la suya propia, tal como ha analizado en profundidad la Teoría de la Agencia<sup>118</sup>.

En esa misma línea, FERNÁNDEZ-ARMESTO señala:

En toda empresa privada conviven unos directivos, que toman decisiones sobre bienes ajenos, y unos propietarios –los accionistas- que sufren en propia carne financiera los resultados económicos de tales decisiones: el conflicto de intereses entre directivos y accionistas es consustancial al modelo de empresa capitalista y genera unas ineficiencias que los anglosajones han bautizado como “agency costs”<sup>119</sup>. Reducir al máximo estos costes de gestión debe ser el objetivo último de todo sistema de gobierno de la empresa privada<sup>120</sup>.

Dicho esto, corresponde determinar cuáles son los mecanismos que tanto la literatura económica como jurídica han establecido para reducir y/o mitigar los costos de agencia y, de esta manera, alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas (los cuales, en última instancia, no son más que los mecanismos que permiten proteger a los inversionistas).

### 2.2.2 Alineando intereses: mecanismos internos y externos de control

El reconocimiento, por parte de los economistas, de los costos de agencia que pueda llevar consigo la divergencia entre directivos y accionistas de una sociedad, ha ido siempre unido a la aceptación de la existencia de ciertos mecanismos

<sup>118</sup> PALACÍN, María José. *El atrincheramiento de los directivos (ii): el mercado de control corporativo*. En: *Análisis Financiero* 77, primer cuatrimestre, 1999, p. 34.

<sup>119</sup> Se denominan “Costos de Agencia” a los costos que resultan de la existencia del “Problema de Agencia” y aquellos que se derivan del esfuerzo realizado para minimizarlo. Siguiendo a Martínez, existen tres Costos de Agencia claramente diferenciados en el caso de sociedades: (i) Costo Directo del Problema de Agencia; (ii) Costos de supervisión y monitoreo; y, (iii) Costos de Garantía. Un breve análisis de cada costo en MARTÍNEZ, Juan José. *Óp. cit.*, pp. 282-283.

<sup>120</sup> FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Las OPA's y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia*. En: *Revista de Derecho Mercantil* N° 227. Enero-marzo, 1998. Madrid. p. 37.

capaces de controlar y disciplinar el comportamiento de los directivos, para de esta forma salvaguardar los intereses de los accionistas o inversionistas<sup>121</sup>. Así, el uso que los directivos hacen de la discrecionalidad cedida por los accionistas se ve disciplinado a través de diversos mecanismos “internos” y “externos” de control<sup>122</sup>. Estos mecanismos ayudan a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas (minimizando los costos de agencia), aunque no todos son igualmente eficientes<sup>123</sup> para alcanzar tal fin ni tienen la misma fuerza en todos los países debido a las diferencias legislativas y operativas existentes entre los mismos<sup>124</sup>.

➤ Mecanismos de control interno: orientados a la supervisión directa por parte de los propios accionistas<sup>125</sup>. Su efectividad depende de una serie de factores, como son la composición del accionariado que exista en cada país (concentrado o difundido), así como de los derechos con que cuentan los accionistas en las legislaciones de sociedades para alinear intereses y disciplinar o desincentivar conductas.

---

<sup>121</sup> Cfr. PALACÍN, María José. *Loc. cit.*

<sup>122</sup> *Ibidem.*

<sup>123</sup> Para Fernández-Armesto, “dos son en esencia los mecanismos destinados a minimizar los costes de agencia: por un lado, ‘la vía organizativa’ (*mecanismo interno*), que pretende dotar a la empresa de un buen sistema de gobierno, y por otro, la existencia de un ‘eficiente mercado de control empresarial’ (*mecanismo externo*)”. FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 38. Este autor parte de la idea que, además de la “vía organizativa” o Derecho de Sociedades (mecanismo de control interno), el mercado de control empresarial es el principal mecanismo de control externo. Sin embargo, como veremos más adelante, existen otros mecanismos externos de control de la administración.

<sup>124</sup> Cfr. PALACÍN, María José. *Loc. cit.*

<sup>125</sup> Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 152.

Como señala PAYET, “el Derecho de Sociedades ofrece varios mecanismos internos para alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas”<sup>126</sup>.

- El primero, es el enunciado de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores<sup>127</sup>. El cumplimiento de estos deberes implicaría actuar siempre en resguardo del interés del conjunto de los accionistas como si fuera el propio. El Derecho de Sociedades establece también la responsabilidad de los administradores por el incumplimiento de estos deberes<sup>128</sup>, de manera que ésta actúa como “un elemento disuasivo, que desalienta la acción infiel o negligente de los administradores”<sup>129</sup>.
- Asimismo, el Derecho de Sociedades ofrece –al menos en el plano teórico– un mecanismo de sustitución. En toda Junta General de Accionistas, éstos tienen la facultad de destituir a los administradores, sin dar explicación o razón alguna<sup>130</sup>. La sola posibilidad que eso suceda puede actuar también como un mecanismo disuasivo<sup>131</sup>.

<sup>126</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Óp. cit.*, p. 109.

<sup>127</sup> En nuestro medio, el artículo 171° de la LGS establece que “Los directores desempeñan el cargo con la diligencia de un ordenado comerciante y de un representante leal (...)”.

<sup>128</sup> El artículo 177° de la LGS, establece que los directores son responsables por los daños que causen al actuar contra la ley, al estatuto o, por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Adicionalmente, en el ámbito del mercado de valores, la reciente Ley N° 29720 en su artículo 3° señala que los directores y gerentes de los emisores con acciones inscritas en las bolsas de valores son responsables civilmente por los daños y perjuicios que ocasionen a la sociedad las transacciones en las que hubieran participado, que generen un perjuicio económico o de otra índole al emisor, no siendo responsable el director o gerente que hubiere manifestado su disconformidad en el momento del acuerdo o cuando lo conoció.

<sup>129</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.*

<sup>130</sup> Cfr. FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>131</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.*

- Por su parte, con relación a la conformación y estructura del Directorio, el Derecho de Sociedades ofrece un sistema de voto acumulativo pensado para que los accionistas minoritarios puedan tener representación en el Directorio<sup>132</sup>. Sin embargo, debido al problema de la “acción colectiva”<sup>133</sup> difícilmente los accionistas minoritarios van a ponerse de acuerdo para votar todos a favor de un director que los represente. Por tal motivo, “los Directores de las sociedades cotizadas normalmente están representadas por directores elegidos por el grupo de control”<sup>134</sup>.

Ahora bien, para el caso de sociedades con una estructura propiedad caracterizada por ser de accionariado concentrado, en el cual el potencial problema de agencia y los costos de agencia asociados se presentan entre los accionistas controladores y los minoritarios (y que –como hemos visto- difiere de la relación de agencia “administración-accionistas” existente en sociedades con accionariado difundido), tanto el problema como los costos de agencia se pueden ver reducidos o mitigados a través del nombramiento de “administradores independientes”. Estos últimos, al no estar marcados por el conflicto de interés que afecta a los administradores que representan al grupo de control, tendrán menos incentivos para actuar de manera oportunista. Asimismo, “contribuirán a disminuir el potencial expropiatorio de los controladores frente a los minoritarios

---

<sup>132</sup> El artículo 164° de la LGS regula el voto acumulativo y expresamente obliga a las sociedades a elegir sus Directorios con representación de la minoría.

<sup>133</sup> Los problemas de “acción colectiva” se dan debido a que, dada la pequeña participación accionaria de cada persona en las sociedades de accionariado difundido, con frecuencia los costos que deba asumir serán superiores a los beneficios que podría suponer una acción en resguardo de sus intereses. En la medida que el total del costo será enfrentado por el accionista individual, pero el beneficio será compartido con los demás, el accionista individual no actuará. Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Óp. cit.*, p. 109.

<sup>134</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Gobierno Corporativo: Un enfoque económico sobre los mecanismos de control existentes para asegurar el manejo eficiente de las sociedades cotizadas*. En: Revista Peruana de Derecho de la Empresa N° 64, 2008, pp. 207-208.

en la medida que no están vinculados a los primeros y, por tanto, el riesgo de la aparición de conflictos de interés en la toma de decisiones es menor”<sup>135</sup>. Por tal motivo, el moderno Derecho de Sociedades busca establecer, además del sistema de voto acumulativo, que en las estructuras decisorias de las sociedades exista la posibilidad de elegir directores independientes<sup>136</sup>.

Por otra parte, y en adición a los mecanismos que presenta el Derecho de Sociedades, existe el mecanismo contractual<sup>137</sup> o “sistema de remuneración”<sup>138</sup>. Los accionistas –en junta general- designan a los integrantes del Directorio y también fijan su retribución. De esta manera, los accionistas y los administradores pueden acordar mecanismos de retribución directamente relacionados a las utilidades de la sociedad, que hagan que estos últimos tengan incentivos para maximizar el valor de los accionistas y generar rentabilidad del negocio<sup>139</sup>.

Otro mecanismo de control interno mediante el cual se puede mitigar el comportamiento oportunista de los agentes es la propia estructura de capital<sup>140</sup> de la sociedad<sup>141</sup>. En efecto, adicionar deuda a la estructura de capital de una sociedad puede contribuir a controlar el comportamiento oportunista de los

---

<sup>135</sup> *Ibidem*.

<sup>136</sup> Véase por ejemplo el Código de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas (noviembre 2013) que en su Principio Quince sobre “conformación del Directorio” promueve la designación de directores independientes.

<sup>137</sup> Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.*

<sup>138</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, p. 209.

<sup>139</sup> *Ibidem*.

<sup>140</sup> Se entiende por “estructura de capital” a la combinación de deuda con terceros y aportes de capital de los socios en una sociedad. El análisis de la estructura de capital que hasta el día de hoy estudiamos comienza en 1958 con la formulación del denominado “Teorema Modigliani-Miller” por parte de los profesores Franco Modigliani y Merton Miller. Para mayor información sobre esta teoría véanse las obras de BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 417 y ss; y de ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Óp. cit.*

<sup>141</sup> Cfr. LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, p. 211.

administradores en la medida que el pago de la deuda reduce la libertad de disposición que tienen éstos respecto de los flujos de caja libres de la sociedad. Asimismo, se traslada la función de monitoreo y control a los acreedores, quienes en caso de ser entidades financieras exigirán una serie de *covenants* u obligaciones de no hacer a la sociedad.

Lamentablemente, los mecanismos internos no resultan ser suficientes debido a que los accionistas no tienen incentivos para ejecutar dichos mecanismos<sup>142</sup>. Como señala GARCÍA DE ENTERRÍA, “el control [interno] del poder de gestión de los administradores es, hoy en día, un problema irresuelto, frente al cual el legislador no ha sabido ofrecer más que ‘insinuaciones’, y que carece todavía de soluciones claras y contundentes: se presenta en efecto como un problema ignorado por el clásico Derecho de Sociedades”<sup>143</sup>.

En palabras de PAYET:

Los mecanismos que ofrece el Derecho de Sociedades para solucionar las divergencias de intereses entre administradores y accionistas pueden ser insuficientes debido a los costos que se enfrenta para diseñar y poner en práctica los esquemas de incentivos antes mencionados. Como lo explican JENSEN y MECKLING, “Es imposible para el principal o el agente asegurarse sin costo que el agente tomará decisiones óptimas desde el punto de vista del principal. En la mayoría de las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirán en costos positivos de monitoreo y garantía y adicionalmente existirá algún grado de divergencia entre las decisiones del agente y las decisiones que maximizarían la riqueza del principal”<sup>144</sup>.

En efecto, aunque el Derecho de Sociedades garantiza a los accionistas algunos mecanismos de control interno y, en principio, aquellos pueden revocar o sustituir

---

<sup>142</sup> Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 152.

<sup>143</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control... Óp. cit.*, pp. 56-57.

<sup>144</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Loc. cit.* El autor cita a JENSEN, Michael y William MECKLING. *A theory of the firm*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 86.

a los directivos negligentes mediante el ejercicio de su derecho de voto, esto ocurre rara vez en el caso de sociedades cotizadas con accionariado muy disperso, ya que, por “norma general, a los pequeños inversores les resulta muy complicado y demasiado costoso ejercer sus derechos”<sup>145</sup>.

La principal razón: la misma dispersión del accionariado que ocasiona la separación entre propiedad y control determina también problemas de coordinación que obstaculizan la “acción colectiva”<sup>146</sup> de los accionistas minoritarios en las juntas generales, de manera que se impida, bloquee o alinee el actuar de los administradores en defensa de sus intereses.

Lo mismo sucede en el caso del mecanismo de control contractual, pues, en muchos casos será excesivamente costoso o incluso imposible negociar y redactar un contrato que prevea todos los escenarios posibles (y que la conducta que debe adoptar el agente en cada caso), por lo que existirán costos inherentes a la inseguridad del cumplimiento de los contratos y a la imperfección de los mecanismos de resolución de controversias<sup>147</sup>. Asimismo, se debe tener en consideración que los accionistas normalmente tienen un interés a *largo plazo*, consistente en la percepción de dividendos durante toda la vida de la sociedad (o al menos hasta que decidan desinvertir y transfieran sus acciones). Por su parte, los administradores tienen un interés a *corto plazo*, en tanto que su remuneración va a depender de los resultados a corto plazo de la sociedad (de cada ejercicio fiscal anual). Esto puede generar que los administradores “adopten políticas que

---

<sup>145</sup> g LARGO GIL, Rita. *La neutralización de las medidas Anti-OPA preventivas*. Madrid: Thomson Civitas, 2007, p. 68.

<sup>146</sup> Para ver los alcances del concepto de “acción colectiva” véase *supra* nota 133, p. 80.

<sup>147</sup> LARGO GIL, Rita. *Óp. cit.*, pp. 109-110.

en el corto plazo generen buenos resultados con respecto al valor de la sociedad, pero que en el largo plazo el efecto sea perjudicial”<sup>148</sup>.

Por su parte, en el caso del control interno vía estructura de capital también se generan problemas, debido fundamentalmente a la posibilidad que tienen los administradores –dada la libertad con la que cuentan en sociedades con accionariado difundido- de evitar apalancarse demasiado, a efectos de gastar los flujos de caja libres a su conveniencia y evitar, a su vez, el control por parte de los acreedores.

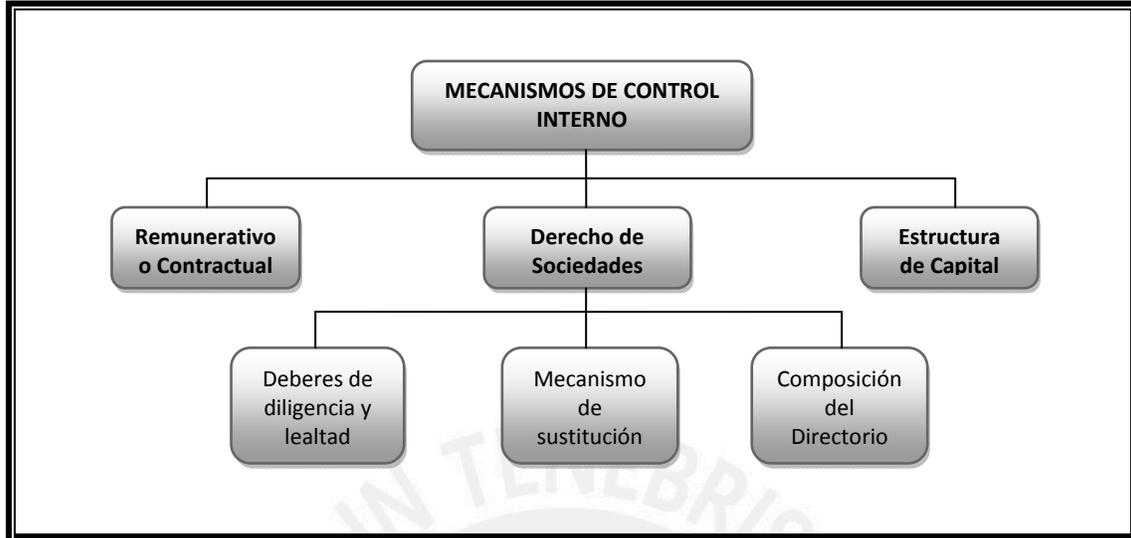
En consecuencia, en sociedades con un importante grado de dispersión del accionariado, las disposiciones del Derecho de Sociedades y la posibilidad teórica de llegar a acuerdos con los administradores no son suficientes para garantizar que estos últimos actúen en interés de los accionistas<sup>149</sup> y, en ese sentido, en alinear sus intereses con los de los accionistas.

---

<sup>148</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, pp. 210-211.

<sup>149</sup> LARGO GIL, Rita. *Loc. cit.*

Figura No. 24  
Problema de Agencia: Clases de mecanismos de control interno



Elaboración: Propia

➤ Mecanismos de control externo (o de supervisión por el mercado): externamente, el principal mecanismo disciplinario para que los administradores sean motivados a emplear sus energías para lograr productividad e innovación, en lugar de rentabilidad en propio beneficio y en detrimento de los accionistas y de la sociedad, está dado por la “competencia”, la cual es respaldada por varios “salvavidas” legales (léanse leyes, códigos o cuerpos regulatorios)<sup>150</sup>.

Siguiendo a POSTIGO<sup>151</sup>, esta competencia se traduce en los siguientes mecanismos externos de control:

- Competitividad financiera y del mercado de capitales. La cual se produce en dos planos; en el plano de los valores representativos de capital (acciones o *equity*), la competencia induce a los administradores a mantener e

<sup>150</sup> Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Loc. cit.*

<sup>151</sup> Cfr. *Ídem.*, pp. 152-153.

incrementar, de ser posible, el valor de las acciones; mientras que por el plano del financiamiento apalancado (deuda), la competencia los induce a mantener ratios deuda-capital y ciertos niveles de flujo de caja que generen en el mercado una mejor percepción financiera de la sociedad.

- Competitividad en los mercados productivo y laboral. En los mercados productivos, la competencia garantiza que las empresas generen renta proveniente no de prácticas monopólicas ilegales, sino de la producción de bienes de buena calidad y bajo costo en comparación con los productos rivales.

Por su parte, en el mercado laboral de ejecutivos y trabajadores calificados, la competencia asegura que las sociedades ofrezcan oportunidades e incentivos para traer planas ejecutivas de primer nivel, con lo cual se asegura el manejo eficiente de las sociedades. “Sólo tendrán éxito aquellos que desempeñen correctamente sus funciones, maximizando el valor para los accionistas”<sup>152</sup>.

- Competitividad en el “mercado de control societario”. El cual, como veremos más adelante, disciplina a los administradores para que maximicen el valor del accionista. Los administradores que no lo hacen se exponen al riesgo de una toma de control (*takeover*) y a perder su empleo cuando el tercero inversionista (adquirente) imponga una nueva plana gerencial. De esta manera, la necesidad de mantener beneficios importantes a favor de los accionistas es percibido por los directores y personal directivo como la

---

<sup>152</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, p. 219.

necesidad de mejorar la gestión, lo cual finalmente generará rentabilidad para la sociedad con.

- Obligaciones legales que aseguren que las sociedades que compiten entre sí estén limitadas por un estándar común de protección de accionistas, consumidores, trabajadores e, inclusive, competidores ante prácticas abusivas. Se dice que las obligaciones legales deben contener ciertos derechos de los accionistas cuando los directivos o gerentes no representen sus intereses. Se incluyen las leyes de sociedades, mercado de valores, y las relativas al ámbito del derecho de la competencia.
- Procedimientos concursales. Los cuáles son el último castigo para un pobre desempeño gerencial. Donde estos procedimientos no funcionan, debido a malas regulaciones legales y débil apoyo institucional, los malos administradores pueden enfrentar menos sanciones por llevar a la sociedad a un estado de insolvencia, y los accionistas y acreedores serán menos precavidos y los costos de obtención de capital, mayores.

Dentro de los mecanismos de control externo previamente descritos, la Teoría de Agencia y las finanzas empresariales consideran al *mercado de control societario* como el “mecanismo de control externo más importante”<sup>153</sup> para combatir el

---

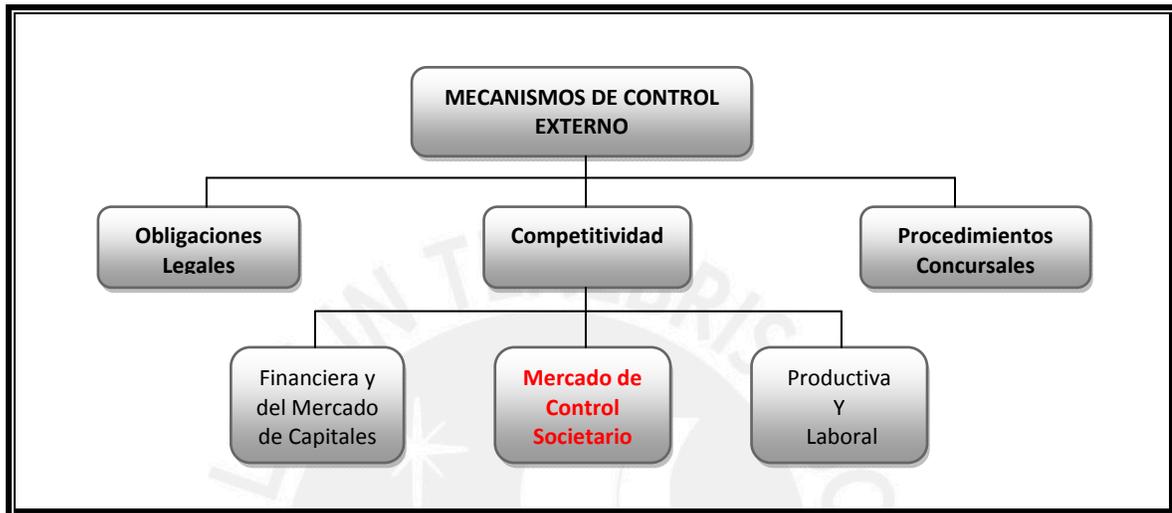
<sup>153</sup> BAIXAULI SOLER, Juan Samuel. *El Problema del Free-Rider en las tomas de control y la Regulación de las OPAS*. En: Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, volumen 10, N° 2. pp. 141-158.

En esa misma línea, Palacín considera que el mercado de control corporativo es “uno de los principales instrumentos existentes en las economías capitalistas modernas para disciplinar a los dirigentes de las sociedades”. PALACÍN, María José. *Óp. cit.*, p. 35.

Por su parte, Azofra señala que “Cuando los mecanismos de control interno de las grandes sociedades anónimas no funcionan adecuadamente (...) determina el momento en el que los

problema de agencia, alineando los intereses de los administradores con los intereses de los accionistas.

**Figura No. 25**  
**Problema de Agencia: Clases de mecanismos de control externo**



Elaboración: Propia

### 2.2.3 El mercado de control societario: concepto en sentido estricto, función económica e importancia

Como se ha señalado en el punto 2.1 precedente, el desarrollo cuantitativo de las tomas de control de sociedades, fundamentalmente a partir de los años sesenta,

---

accionistas reciben la protección que les brinda la actuación del mercado de capitales a través del mercado de control empresarial". AZOFRA PALENZUELA, Valentín. *Modelos de determinación de las sociedades objetivo de toma de control empresarial: La evidencia del Reino Unido*. En: La gestión de la diversidad: XIII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano Francés. Logroño: Universidad La Rioja. 1999. p. 616.

Véase también LOZANO GARCÍA, María Belén. *El Mercado de Control Empresarial: Una doble perspectiva*. En: Revista Estudios do ISCA (III Serie), volumen 2, Instituto Superior de Contabilidade e Administracao, Universidade de Aveiro. 2007.

provocó la aparición de un nuevo mercado, conocido como “mercado de control societario”<sup>154</sup>.

Asimismo, se ha señalado que el “mercado de control societario” presenta hasta dos conceptos, uno en sentido amplio y otro en sentido estricto. El concepto en sentido amplio contiene, a su vez, dos acepciones: una primera, de carácter general que –desde nuestro punto de vista- ha sido mal llamada mercado de control societario (puesto que alude más bien a las denominadas “fusiones y adquisiciones de *empresas*” como: adquisición de activos, adquisición de acciones, reorganizaciones societarias y contratos sobre derechos políticos); y una segunda, de carácter más específico, en donde la característica más resaltante es el objeto sobre el que recae la negociación: el control de las sociedades<sup>155</sup> (esto es: adquisición de acciones, reorganizaciones societarias y contratos sobre derechos políticos). Esta última acepción, por su significación semántica y por sus características propias, corresponde verdaderamente al denominado “mercado de control societario en sentido amplio” y es a partir de la misma que iniciaremos la descripción del concepto en *sentido estricto*.

Ahora bien, en su sentido estricto, el “mercado de control societario” está enmarcado dentro de un contexto más específico, pues este concepto tiene por protagonistas únicamente a las sociedades que cotizan sus acciones en bolsa y refiere la existencia de un mercado activo de compra y venta de participaciones accionarias significativas o que conlleven el control de una sociedad cotizada (generalmente, dependiendo de la legislación y del tipo de estructura del

---

<sup>154</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 35.

<sup>155</sup> Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control... Óp. cit.*, p. 25.

accionariado, para alcanzar más del 20 por ciento del capital social de la sociedad)<sup>156</sup>.

Ése es el sentido que Henry MANNE, el autor de la Teoría del Mercado de Control Societario<sup>157</sup>, le dio al mercado de control societario en su popular artículo publicado en el año 1965 “*Mergers and the Market for Corporate Control*”<sup>158</sup>. En dicho artículo, el autor establece la tesis de que el mercado de control societario es un mecanismo de alineación de los intereses de los accionistas y los administradores de las grandes sociedades cotizadas, siendo un remedio al problema de agencia<sup>159</sup>.

En palabras de MANNE:

“La proposición inicial básica en este documento es que el control de las empresas puede constituir un activo valioso, que este activo existe independientemente de cualquier interés en economías de escala o en monopolios beneficiosos, que existe un activo mercado para el control de sociedades, y que muchas fusiones [léase adquisiciones] son probablemente el resultado del funcionamiento exitoso de este especial mercado.

Básicamente, este documento constituye una introducción a un estudio del mercado de control corporativo. El énfasis está colocado sobre las implicaciones antimonopolio de este mercado, pero el análisis que sigue tiene importantes implicaciones para una variedad de cuestiones económicas. Tal vez las implicancias más importantes son los de la

---

<sup>156</sup> Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 154.

<sup>157</sup> La noción de un mercado corporativo que armonice los conflictos de agencia entre directivos y accionistas a través de la amenaza de adquisición, es decir, de la transferencia del control societario fue sugerido originariamente por Manne (1965), pero redefinido a través de una serie de aportaciones llevadas a cabo por Michael Jensen y William Meckling (*Theory of the Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*. En: *Journal of Financial Economics*, volume 3, N° 4. pp. 305-360, 1976), Eugene Fama (*Agency Problems and the theory of the firm*. En: *Journal of Political Economy*, volumen 88. pp. 288-307, 1980), y Eugene Fama y Michael Jensen (*Agency Problems and residual claims*. En: *Journal of Law and Economics*, volumen 26, N° 2, pp. 327-349, 1983).

<sup>158</sup> MANNE, Henry G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: *The Journal of Political Economy*, volumen 73, N° 2., 1965, pp. 110-120.

<sup>159</sup> LARGO GIL, Rita. *Óp. cit.*, p. 69.

supuesta separación de la propiedad y el control en las grandes corporaciones. Siempre y cuando no seamos capaces de percibir una relación de control entre los accionistas minoritarios y la administración, la idea clave de la famosa frase de Berle y Means sigue siendo fuerte. Pero, como se explicará a continuación, el mercado de control corporativo otorga a estos accionistas, el poder y la protección acorde con sus intereses en los asuntos corporativos.

Una premisa fundamental que subyace al mercado de control corporativo es la existencia de una alta correlación positiva entre eficiencia en la gestión de una sociedad y el precio de mercado de las acciones de dicha sociedad. En caso una sociedad sea mal gestionada -en el sentido de no hacer tan grande el retorno para los accionistas como podría darse en el marco de otra gestión-, el posible precio de mercado de sus acciones disminuirá en relación con las acciones de otras sociedades de la misma industria o en relación con el mercado en su conjunto<sup>160</sup>.

(...) Cuanto menor sea el precio de las acciones, en relación con lo que podría darse con una gestión más eficiente, más atractiva se hace la toma de control para aquellos que creen que pueden manejar la sociedad más eficiente. Y el rendimiento potencial de la toma de control y la revitalización de la mala gestión de la empresa puede ser enorme<sup>161</sup>.

(...) Sólo el esquema de toma de control proporciona cierta garantía de eficiencia competitiva entre los directivos de las empresas y por lo tanto ofrece una fuerte protección a los intereses de un gran número de accionistas minoritarios sin control<sup>162</sup>.

---

<sup>160</sup> Traducción Libre: *"The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists; and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market. Basically this paper will constitute an introduction to a study of the market for corporation control. The emphasis will be placed on the antitrust implications of this market, but the analysis to follow has important implications for a variety of economic questions. Perhaps the most important implications are those for the alleged separation of ownership and control in large corporations. So long as we are unable to discern any control relationship between small shareholders and corporate management, the thrust of Berle and Means's famous phrase remains strong. But, as will be explained below, the market for corporate control gives to these shareholders both power and protection commensurate with their interest in corporate affairs.*

*A fundamental premise underlying the market for corporate control is the existence of a high positive correlation between corporate managerial efficiency and the market price of shares of that company. As an existing company is poorly managed -in the sense of not making as great a return for the shareholders as could be accomplished under other feasible managements- the market price of the shares declines relative to the shares of other companies in the same industry or relative to the market as a whole". Cfr. MANNE, Henry G. Op. cit., p. 112.*

<sup>161</sup> Traducción Libre: *"The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently. And the potential return from the successful takeover and revitalization of a poorly run company can be enormous". Ídem., p. 113.*

<sup>162</sup> Traducción Libre: *"Only the take-over scheme provides some assurance of competitive efficiency among corporate managers and thereby affords strong protection to the interests of vast numbers of small, non-controlling shareholders". Íbidem.*

Como se desprende, para esta teoría el mercado de control societario entra en juego cuando los administradores de una sociedad no están maximizando el rendimiento de los fondos que han captado del público inversionista (accionistas), lo que se traduce en la reducción del valor de las acciones y del patrimonio de la sociedad en general, por lo que debe ponerse en marcha un sistema para sustituir a los gestores ineficientes por un equipo nuevo que, aplicando mejores técnicas de gestión, maximice los resultados a favor de los accionistas<sup>163</sup>. En palabras de JENSEN, citadas por AZOFRA, el mercado de control societario penaliza al directivo incompetente o que se sirve a sí mismo y cuyas actuaciones han disminuido el valor de mercado de las acciones de la sociedad que gestiona<sup>164</sup>.

Para cumplir esta finalidad, un primer factor a destacar de esta teoría es la posibilidad del adquirente de contar con información de la *target* que le permitirá obtener el valor de mercado de las acciones de la sociedad objetivo y el precio al que se negocian éstas (principio de transparencia del mercado de valores), lo cual es posible en sociedades que cotizan sus acciones en bolsa.

Un segundo factor a destacar es el hecho que el mercado de control societario opera sobre la base de la libre negociación de las acciones con derecho a voto de las sociedades cotizadas. Este atributo permite que un tercero se haga con el control de una sociedad, adquiriendo la propiedad de las acciones directamente de los accionistas. Si este tercero logra acumular un paquete accionario suficiente, podrá sustituir a los administradores<sup>165</sup>. Este factor (la libre negociación

---

<sup>163</sup> FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 38.

<sup>164</sup> AZOFRA PALENZUELA, Valentín. *Loc. cit.*

<sup>165</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Óp. cit.*, p. 110.

de las acciones) también se hace más evidente en sociedades que cotizan sus acciones en bolsa.

Se aprecia una característica de gran importancia en esta teoría: que las adquisiciones de sociedades se realizan sin la aquiescencia del órgano de administración de la sociedad, pues se adquieren paquetes accionarios significativos directamente de los accionistas de la *target*<sup>166</sup>. En efecto, la teoría del mercado de control societario se construye sobre el presupuesto que la compra directa de acciones permite hacer más eficiente la adquisición societaria al no ser partícipes de la negociación los administradores.

Por dicho motivo, la posibilidad que tienen los accionistas de negociar con sus acciones, al comprar o vender títulos de la sociedad, constituye uno de los instrumentos más claros para testar el conflicto de interés existente entre los directivos y los accionistas. Si esta compraventa se plantea en un mercado donde las ofertas para comprar o vender el control de las sociedades son valoradas correctamente<sup>167</sup>, se puede llegar a originar una transferencia del control cuando el porcentaje de acciones involucrados en la negociación sea lo suficientemente

---

<sup>166</sup> Cfr. MANNE, Henry G. *Óp. cit.*, p. 115.

<sup>167</sup> Dicha valoración económica descansa en la existencia de un mercado de valores que funcione eficientemente, lo que significa que el precio de las acciones en él negociadas refleja toda la información necesaria y disponible sobre la sociedad emisora. Esta afirmación resume la teoría económica conocida como “Hipótesis del mercado de valores eficiente” (*The Efficient Capital Market Hypothesis*) introducida por el profesor Eugene Fama en su famosa obra “*Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*”. Para mayor información véase FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*. En: *Journal of Finance*, volume 25, pp. 383-417.

importante<sup>168</sup>. Este cambio de control, a su vez, permitirá un incremento del valor por acción y beneficiará tanto al adquirente como a los demás accionistas<sup>169</sup>.

Sin embargo, los beneficios de la existencia del mercado de control societario se materializan no sólo en los casos en que efectivamente se produce un cambio de control, sino que los beneficios se generan también a través de un efecto “disciplinario o de prevención” que el mercado de control societario tiene respecto de todos los administradores de las sociedades cotizadas. Ello, debido a que la potencial venta del control societario directamente por parte de los accionistas (vía venta de acciones) hará que, ante la posible sustitución de administradores a ser efectuada por el adquirente, estos se esfuercen en la maximización de la riqueza de sus accionistas, sin necesidad que se produzca un cambio de control. De manera que, el mercado de control actúa también como un mecanismo que alinea intereses, incentivando a los administradores a actuar con diligencia y lealtad<sup>170</sup>.

En ese orden de ideas, se puede asignar al mercado de control societario una doble función jurídico-económica. Por una parte, la realización de las tomas de control permite que los accionistas eliminen a los administradores ineficientes y coloquen en su lugar a otros que podrán desarrollar una gestión más eficiente; y, por otra parte, provoca un aprovechamiento más eficiente de los recursos sociales (a través de su rol preventivo)<sup>171</sup>.

---

<sup>168</sup> PALACÍN, María José. *Óp. cit.*, p. 36.

<sup>169</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles...* *Óp. cit.*, p. 111.

<sup>170</sup> *Ibidem*.

<sup>171</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 38-39.

**Cuadro No. 8**  
**Conceptos del Mercado de control Societario: sentido amplio y sentido estricto**

<b>Mercado de Control Societario</b>		
<b>Concepto sentido amplio</b>		<b>Concepto sentido estricto</b>
<b>Primera acepción</b>	<b>Segunda acepción</b>	
Mercado activo de compra y venta de <i>empresas</i> o negocios	Mercado activo de compra y venta del "control de sociedades"  Abarca a sociedades cotizadas y no cotizadas en conjunto	Mercado activo de compra y venta de participaciones accionarias o derechos de voto que conlleven el control de sociedades que cotizan en bolsa  Mecanismo de alineación de los intereses de los accionistas y los administradores de las grandes sociedades, siendo un remedio al problema de agencia (funciones fiscalizadora y disciplinaria).
Conocido como "mercado de fusiones y adquisiciones" "(F&A's o M&A's) o "mercado de control de <i>empresas</i> "	Este es el "mercado de control societario en sentido amplio" propiamente dicho	Este es el concepto de "mercado de control societario" utilizado por la literatura económica, financiera y legal que hace alusión a la TMCS y al problema de agencia en las grandes sociedades

Elaboración: Propia

### 2.2.4 El mercado de control societario y las OPAs

Como bien ha remarcado Henry MANNE, en sociedades con accionariado difundido puede ser difícil y costoso para un tercero adquirir una participación de control mediante negociaciones directas con accionistas individuales o a través del mercado abierto<sup>172</sup>. Por ello, en mercados con este tipo de estructuras de

<sup>172</sup> Para una revisión resumida respecto del porqué en mercados con sociedades de accionariado difundido la OPA es el mecanismo más eficiente para adquirir el control (por encima de la adquisición directa, el mercado abierto o las fusiones o reorganizaciones societarias) véase el punto 1.3 de este capítulo, p. 63 y ss.

propiedad accionaria, el mercado de control societario opera fundamentalmente sobre la base del mecanismo de las OPAs<sup>173</sup>. Ello, en razón a que todo tercero que desee hacerse del control de una sociedad con accionariado difundido deberá necesariamente recurrir a este mecanismo, formulando una oferta de compra de acciones dirigida a todos sus accionistas. La OPA es, pues, un mecanismo necesario, seguro y menos costoso para adquirir el control en sociedades con estas características<sup>174</sup>.

Asimismo, como se ha descrito precedentemente, para que se hagan efectivas las funciones fiscalizadora y disciplinaria sobre las que se funda la Teoría del Mercado de Control Societario, es importante notar que en las OPAs la transferencia de control se realiza sin intervención de los órganos de administración de la sociedad *target*.

En palabras de García de Enterría:

La descripción de este “mercado de control societario” (*market for corporate control*)... se realiza en los países donde las OPAs han alcanzado su mayor desarrollo (...) y han recaído generalmente sobre sociedades mal gestionadas, que se mostraban incapaces para satisfacer cumplidamente los intereses de sus accionistas y que encontraban serias dificultades para competir con empresas más innovadoras<sup>175</sup>.

(...) la concepción misma de las OPAs está íntimamente ligada a esta función de control de la gestión de los órganos directivos. Sólo así puede explicarse que el legislador permita con el procedimiento de la OPA que la oferta de adquisición sea dirigida por el oferente directamente a los accionistas de la sociedad afectada y prescindiendo de la voluntad de

---

<sup>173</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles...* *Loc. cit.* En ese mismo sentido, Fernández-Armesto señala que “Existe un vínculo estrecho entre OPA y mercado de control empresarial”. FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 39.

<sup>174</sup> En ese sentido véase MANNE, Henry G. *Óp. cit.*, p. 116; SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 44.

<sup>175</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Mercado de Control...* *Óp. cit.*, p. 58.

sus administradores, en claro contraste con lo que ocurre en otras operaciones de parecida significación económica, como la fusión (...) <sup>176</sup>.

Como se aprecia, las OPAs son el mecanismo más eficiente (pues, además de permitir dirigirse a todos los accionistas de la *target*, no requiere de la aprobación de los administradores) a través del cual se hace evidente el carácter disciplinario y fiscalizador que propone la Teoría del Mercado de Control Societario. Esto lo demuestran los datos cuantitativos de los países en donde las OPAs han alcanzado su máximo desarrollo: Estados Unidos e Inglaterra.

Así, al ser las OPAs un mecanismo para: (i) adquirir el control de una sociedad de accionariado difundido; (ii) poder cambiar a la plana administrativa ineficiente (“función fiscalizadora”); y, (iii) generar eficiencia en la gestión de la sociedad por parte de los administradores ante una posible toma de control de donde estos no sean partícipes (“función disciplinaria o preventiva”), podemos afirmar, tal como se desprende de lo señalado por MANNE, que la OPA es el mecanismo natural del mercado de control societario <sup>177</sup>.

Con todo, la aplicación de los postulados de la Teoría del Mercado de Control Societario a través de las OPAs como mecanismo para su desarrollo, han sido (y son) origen de cierta controversia en países donde el mercado empresarial cuenta fundamentalmente con accionariado concentrado, como es el caso de España o el Perú. En particular, se discute la existencia de datos empíricos que demuestren que las OPAS refrenden en la realidad los supuestos de fiscalización y disciplina

---

<sup>176</sup> *Ídem*. p. 63.

<sup>177</sup> Incluso, algún autor ha llegado a manifestar que “Las OPAs son cruciales en el mercado de control de sociedades” (resaltado nuestro). ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 1997, p. 318.

que subyacen bajo dicha teoría<sup>178</sup>. No obstante ello, como veremos en el punto 3.2.3 siguiente, existe evidencia que avala un alto grado de fiscalización (*turnover*) de los administradores *post* OPA, pero fundamentalmente de los países del *common law*<sup>179</sup>.

Dicho esto, se puede afirmar que el cuestionamiento empírico sobre la eficacia de las OPAs como mecanismo a través del cual se hace efectiva la Teoría del Mercado de Control Societario, está directamente relacionado a la naturaleza del mercado donde pretenda ser utilizada la OPA (de estructura accionaria dispersa o concentrada). Debemos recordar, pues, que esta teoría nació del análisis del mercado estadounidense (efectuado por Henry MANNE en el año 1965), de evidente estructura accionarial difundida, y es en este tipo de mercados donde se hace plausible la funcionalidad de las OPAs como mecanismo fiscalizador y disciplinario.

### 2.3 Breve análisis sobre la aplicación de la TMCS en el Perú

De acuerdo a los conceptos antes expuestos, en este punto daremos algunos alcances y opiniones, en un ámbito estrictamente teórico, respecto de la aplicación de la Teoría del Mercado de Control Societario en nuestro medio. Dejamos, no obstante, expresa constancia que apreciaciones certeras requieren de un trabajo de campo que permita establecer evidencia empírica de las

---

<sup>178</sup> LARGO GIL, Rita. *Loc. cit.* En se mismo sentido, GUEVARA BRINGAS, Ricardo. *El impacto de las Ofertas Públicas de Adquisición en la eficiencia de las sociedades*. En: *Advocatus* 11. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 263-264.

<sup>179</sup> *Cfr.* ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, pp. 129-130.

afirmaciones aquí expuestas, lo cual, por la naturaleza y objetivos de este trabajo, escapa de nuestras actuales posibilidades.

### 2.3.1 La estructura de propiedad en las sociedades cotizadas peruanas: ¿divergencia entre propiedad y control?

Como hemos observado, un aporte fundamental de los profesores BEARLE y MEANS fue el dar a conocer: (i) la existencia de administradores autónomos, debido a la separación entre la propiedad y el control en las sociedades estadounidenses; y, (ii) que esta separación puede llevar a los administradores a perseguir sus propios intereses a costa de los accionistas (Teoría de Agencia).

Sin embargo, conforme lo evidencian diversos estudios, en el Perú prácticamente ninguna sociedad se asemeja al modelo planteado por estos autores<sup>180</sup>. Las sociedades cotizadas peruanas se caracterizan por una estructura de propiedad altamente concentrada<sup>181</sup> <sup>182</sup> donde el control societario lo ejerce

---

<sup>180</sup> En un estudio realizado para el Banco Mundial por Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny se ha evidenciado que de las diez (10) sociedades cotizadas domésticas (no multinacionales internacionales) con mayor capitalización bursátil en el Perú que no forman parte del sistema financiero o de seguros, aproximadamente el cincuenta y siete por ciento (57%) de la participación accionarial se encuentra distribuido en tres accionistas principales, mientras que, por ejemplo, para los Estados Unidos de América el porcentaje es de solo veinte por ciento (20%). Cfr. LA PORTA, Rafael, Florencio LÓPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER. *Corporate Ownership around the world*. En: *The Journal of Finance*, volumen 54, N° 2, 1999, pp. 471-517. Véase también LEFORT, Fernando. *Ownership structure and Corporate Governance in Latin America*. En: *Avante*, volumen 8, N° 1, 2005, pp. 55-84; CLARKE DE LA CERDA, Álvaro. *Tender Offers, Takeovers and Corporate Governance*. The Latin American Corporate Governance Roundtable, The Sao Paulo Stock Exchange, Brasil / OECD Global Corporate Governance Forum. Sao Paulo. 2000, 9 pp.

<sup>181</sup> En nuestro medio, José Jiménez Chocano aborda las posibles razones de la concentración en la estructura de propiedad de las sociedades peruanas. JIMÉNEZ CHOCANO, José A. *Una posible explicación sobre la concentración de la propiedad accionaria en las empresas peruanas*. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 76-98.

fundamentalmente un grupo reducido de accionistas quienes controlan la administración de la sociedad (Directorio y Gerencia). Se podría decir, incluso, que estos accionistas de control adquieren la categoría de administradores ocultos, pues los administradores reales están acostumbrados a actuar bajo sus instrucciones<sup>183</sup>. Nuestro propio estudio de las sociedades peruanas cotizadas concluye en el mismo sentido:

**Cuadro N° 9**  
**Concentración accionaria de las 20 sociedades con acciones más líquidas y con mayor capitalización bursátil en el Perú y que conforman el índice INCA (a dic 2013)**

	SOCIEDAD	Peso (%)	Accionistas con más del 10%	% de Participación
1	Credicorp Ltd.	16.82	2	83.93
2	Volcan Compañía Minera S.A.A. – Acc A	9.34	2	57.99
3	Graña Y Montero S.A.A.	9.16	1	21.05
4	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	8.40	3	93.91
5	Alicorp S.A.A.	7.99	3	31.91
6	BBVA Banco Continental	7.82	1	92.24
7	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	7.29	1	10.22
8	Intercorp Financial Services Inc.	5.44	1	68.93
9	Ferreycorp S.A.A. (Antes Ferreyros S.A.A.)	5.10	--	--
10	Unión Andina De Cementos S.A.A. - Unacem S.A.A. (Antes Cementos Lima)	3.85	1	60.24
11	Minsur S.A.	3.38	1	99.99
12	Luz del Sur S.A.A.	3.06	2	74
13	Cementos Pacasmayo S.A.A.	2.81	2	73
14	Southern Copper Corporation	2.62	1	75
15	Casa Grande S.A.A.	1.98	1	57.09
16	Rio Alto Mining Limited	1.58	s/i	s/i
17	Refinería La Pampilla S.A.A. - Relapa S.A.A.	1.25	1	51.03
18	Maple Energy PLC	0.92	s/i	s/i
19	Trevali Mining Corporation	0.63	s/i	s/i
20	Corporación Aceros Arequipa S.A.	0.58	2	25.43

Fuente: SMV – [www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe) y BVL – [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

Elaboración: Propia

<sup>182</sup> Una importante investigación realizada por los profesores Lucian A. Bebchuck y Mark J. Roe analiza las posibles razones de la divergencia entre las estructuras de propiedad accionaria (concentrada o difundida) de las sociedades en diversas economías. BEBCHUK, Lucian y Mark ROE. *Una teoría sobre dependencia en caminos de propiedad y gobierno corporativo*. En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2003. pp. 47-75.

<sup>183</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, p. 199.

De la muestra sometida a análisis, sólo en tres (3) sociedades no se pudo encontrar información relacionada con su estructura accionaria. Asimismo, se pudo constatar que el 40% de las sociedades analizadas presenta accionariado claramente concentrado, con niveles de uno o dos propietarios, quienes concentran más del 66.6% del total de las acciones, lo cual resulta especialmente relevante debido a que ese es el porcentaje que se necesita en nuestro país para controlar en forma absoluta una sociedad.

Esta data corrobora que en la actualidad las sociedades peruanas cotizadas presentan en su mayoría accionariado concentrado. Asimismo, queda en evidencia que no existen sociedades listadas con accionariado altamente difundido, como podría verse en países como los Estados Unidos o el Reino Unido.

Esto implica que en las sociedades cotizadas peruanas, los administradores no cuentan con el poder independiente de los administradores estadounidenses (quienes dominan el órgano administrativo e incluso controlan la junta general de accionistas, respondiendo básicamente al mercado financiero), sino que rendirán cuentas fundamentalmente al grupo de control. Básicamente el sistema de gobierno de las sociedades cotizadas peruanas tiene una estructura piramidal en cuya cúspide se encuentran los accionistas de control, quienes eligen a la mayoría de directores, los cuales a su vez nombran a los gerentes<sup>184</sup>.

---

<sup>184</sup> *Ibidem.*

Es claro entonces, que en el caso peruano el potencial conflicto de intereses se produce entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios, pues, se cumplen todos los requisitos para la configuración de una relación de agencia<sup>185</sup>:

- a) Un grupo de personas o Agentes (accionistas controladores), debe actuar para beneficiar a otra categoría o conjunto de personas (Principales o accionistas en general).
- b) Los agentes o accionistas controladores actúan basándose en su propio interés.
- c) Excluyen a parte de los accionistas (Principales = accionistas en general) de los beneficios obtenidos o les trasladan costos.

Como se aprecia, podemos concluir que en el caso de las sociedades peruanas, es poco factible hablar de separación entre propiedad y control, por lo que los potenciales costos de agencia que la teoría económica otorgaba a los administradores (modelo estadounidense) son muy inferiores (e incluso nulos) a los potenciales costos de agencia que se pueden presentar entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. En efecto, consideramos que en las sociedades peruanas cotizadas es muy poco probable que los accionistas controladores o los administradores (nombrados por estos últimos) realicen actividades que generen costos de agencia en detrimento de la sociedad, pues ello afectaría directamente la inversión de los propios accionistas controladores. Más bien, los potenciales costos de agencia se producirán en perjuicio de los

---

<sup>185</sup> MARTÍNEZ, Juan José. *Óp. cit.*, p. 284.

accionistas minoritarios, a través de mecanismos y/o políticas corporativas que los controladores puedan destinar para maximizar su rentabilidad a costa de los accionistas minoritarios (sea, por ejemplo, mediante el establecimiento de políticas de reinversión, mediante la venta de activos importantes a precios menores a los de mercado a favor de sociedades vinculadas al controlador, entre otras).

### 2.3.2 La TMCS en el Perú

Habiendo descrito la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas en el Perú y establecer que en ellas es casi nulo un potencial conflicto de intereses entre administradores y accionistas en general; y que, más bien, la relación de agencia se produce entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios, corresponde determinar si los principios que inspiran la Teoría del Mercado de Control Societario (TMCS) pueden adaptarse al esquema de propiedad corporativo peruano, de modo que el mercado de control societario siga siendo el principal y más eficiente mecanismo para alinear intereses en conflicto dentro de las sociedades.

Nos preguntamos entonces si en el caso peruano ¿el mercado de control societario (y por tanto, la OPA) actúa como un mecanismo fiscalizador y disciplinario frente a los “agentes” - accionistas controladores? ¿Alinea los intereses de los controladores frente al de los minoritarios?

Al respecto, consideramos que la respuesta a ambas preguntas es negativa. En efecto, si tenemos en consideración que para la TMCS la transferencia de

participación de control (o su potencial transferencia) es en sí misma un remedio al problema de agencia y que alinea los intereses de los “agentes” y del “principal” (funciones fiscalizadora y disciplinaria), debido a que los “agentes” no pueden o no tienen la capacidad de intervenir en la transferencia del control societario; dicho supuesto no puede producirse en el caso de sociedades –como las peruanas- donde el “agente” (accionista controlador) tiene precisamente el control de la sociedad. El “agente-controlador” no estará disciplinado para actuar de una forma eficiente ni podrá ser fiscalizado, en tanto sabe que nadie lo podrá sacar de su posición si no es por su propia decisión: vendiendo su participación de control. En otras palabras, si desde la óptica de la TMCS es la posible transferencia de la participación de control lo que justifica las funciones fiscalizadora y disciplinaria, es razonable que al no existir una potencial transferencia, no existirá un mercado de control de societario y, por lo tanto (o mucho menos), se dará un mecanismo fiscalizador o disciplinario de la OPA.

Se entiende ahora por qué, desde un punto de vista funcional<sup>186</sup>, en mercados como el peruano las OPAs no han tenido mayor desarrollo, como si lo han hecho en mercados con una estructura de propiedad dispersa, como el inglés y el estadounidense<sup>187</sup>.

---

<sup>186</sup> Hablamos de un punto de vista “funcional” para referirnos a la función o utilidad que cumple un determinado bien o institución en la realidad. Así, como se ha descrito, las OPAs tienen sentido o “funcionalidad” en mercados de accionariado difundido, donde este mecanismo es utilizado para adquirir el control directamente de los accionistas, además de fiscalizar y disciplinar a los administradores, generando eficiencia en el traslado de participaciones de control corporativo.

<sup>187</sup> Véase al respecto el estudio del profesor Allen Ferrel sobre la relación entre la estructura de propiedad de las sociedades inglesas y estadounidenses, dada su funcionalidad, con su regulación. FERRELL, Allen. *Why Continental European Takeover Law matters*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 454, 2003, 16 pp.

Esto último ya ha sido considerado en diferentes estudios, donde especialistas han analizado mercados similares al nuestro, concluyendo que la función jurídico-económica de las OPAs en el mercado de control societario no se cumple en este tipo de mercados. Al respecto, uno de los principales estudios empíricos realizados en los años noventa sobre este problema en nuestro idioma, formulado por el profesor español Juan FERNÁNDEZ-ARMESTO, demostró que en casi diez años de experiencia en España (1989-1997), el mercado de control de las sociedades cotizadas se movió con gran lentitud sin que las OPAs hayan impulsado eficientemente la función jurídico-económica que teóricamente implica este mercado, pues en dicho período únicamente se han presentado dieciocho (18) OPAs de cambio de control<sup>188</sup>.

Asimismo, el profesor español Fernando SÁNCHEZ CALERO manifiesta con relación directa a este problema que:

La utilización del procedimiento de las OPAs en nuestro país ha sido relativamente reducido, conforme nos indica la experiencia de su escasa práctica bajo el régimen precedente, quizá debido a la relativa poca importancia del mercado de valores, a la amplia concentración del control en buena parte de sociedades cotizadas, (...) a la preferencia de la utilización de otros procedimientos de concentración, o, entre otras causas, a los defectos de nuestro propio ordenamiento jurídico<sup>189</sup>.

En el mismo sentido, el profesor Andrés RECALDE CASTELLS al hablar del mercado corporativo español sostiene:

---

<sup>188</sup> España, al igual que el Perú, cuenta con un mercado bursátil constituido fundamentalmente por accionariado concentrado. Así lo arroja el estudio del profesor Fernández-Armesto, quien sostiene que en el año 1997, dentro del universo de 129 sociedades que cotizaban sus acciones en las bolsas españolas, sólo existían 14 que tenían más del 75% de su capital desvinculado. El número se incrementaba en 35, si se exige un capital desvinculado de entre 50% y el 70%. *Cfr.* FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 46.

<sup>189</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Madrid: Civitas, 2009, p. 41.

La consolidación en un país de un mercado eficiente de control de las empresas (y, en definitiva, de las OPAs) depende de varias circunstancias. Pero ante todo presupone una determinada estructura del accionariado de las sociedades anónimas cotizadas. La existencia de un número suficiente de sociedades con la mayor parte del capital distribuido entre muchos accionistas (*free float*) es, en efecto, condición para el desarrollo de las OPAs. En las sociedades bajo el control de grupos familiares o de uno o varios socios que forman un núcleo cerrado (...) los cambios de control de la empresa se realizan con la voluntad o el consentimiento del grupo accionarial dominante y, con ello, de los mismos directivos. Si el accionista de control no está dispuesto a aceptar la oferta, la OPA no puede tener éxito.

En estas últimas sociedades no se dan los característicos problemas de separación entre propiedad y poder de decisión, que son los que, desde un punto de vista político-jurídico, legitiman las OPAs por su capacidad para mejorar la gestión. En estos casos resultarían irrelevantes los efectos benéficos que se predicen a las OPAs (estimular una mejora de la gestión).

(...) La composición accionarial y el grado de distribución del capital condicionan, por tanto, las posibilidades de éxito de estas operaciones<sup>190</sup>.

Dicho esto, corresponde establecer cuál sería entonces el mecanismo a través del cual se alinearían los intereses de los accionistas controladores con el de los accionistas minoritarios.

Al respecto, y siguiendo lo señalado por Rafael LENGUA (quien analiza el problema de agencia en el mercado peruano), consideramos que lo más adecuado sería crear y/o mejorar los incentivos legales, contractuales y de mercado que busquen alinear el interés de los controladores con el interés de los minoritarios<sup>191</sup>. Para dicho fin, es fundamental mejorar los mecanismos de control interno y, en especial, a través de disposiciones del Derecho de Sociedades que establezcan mecanismos de protección eficientes a favor de los accionistas

---

<sup>190</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2010, p. 31.

<sup>191</sup> LENGUA PEÑA, Rafael. *Óp. cit.*, p. 222.

minoritarios e inversionistas, conforme lo manifiesta el profesor Cándido PAZ-ARES al analizar el caso de sociedades de accionariado concentrado: “(...) si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica (para los minoritarios), lo oportuno es proveer ese derecho que falta”<sup>192</sup>.

Por otra parte, incluso si estuviéramos en un caso de problema de agencia entre administradores y accionistas (como en el modelo estadounidense), consideramos que tampoco en el Perú podría ser necesario postular la eficacia del mercado de control societario para alinear este conflicto de intereses. En estos casos, pues, consideramos que los accionistas controladores, al tener más interés en la sociedad dada su mayor inversión en ésta, pueden controlar a los administradores mucho mejor que un gran número de pequeños accionistas. En esa misma línea se manifiesta la profesora española Rita LARGO GIL:

(...) la Teoría del Mercado de Control Societario se ha desarrollado de forma correcta en relación con los esquemas de propiedad angloamericanos, caracterizados por el alto índice de dispersión de la propiedad y en los que predominan “directivos fuertes y propietarios

---

<sup>192</sup> PAZ-ARES, Cándido. *La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades*. En: *Ius et Veritas* 24. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. p. 147. En este artículo del profesor Paz-Ares se pueden encontrar algunos comentarios, críticas y aportes a la regulación societaria actual con relación a la protección de los accionistas minoritarios respecto de los accionistas controladores. De igual forma, véase PAZ-ARES, Cándido. *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*. En: *Ius et Veritas* 27. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 202-246. Por su parte, un trabajo que analiza el estatuto de sociedades cotizadas, a efectos que los accionistas-inversionistas vean protegida su inversión puede verse en TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *Las Sociedades Cotizadas: Noción y Estatuto Jurídico*. Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 2010, 27 pp. En nuestro medio, José Antonio Payet ha efectuado un importante análisis de dicha situación. Véase PAYET PUCCIO, José Antonio. *Empresa, Gobierno Corporativo... Óp. cit.*, pp. 77-103. Asimismo, dos propuestas interesantes para reducir el problema de agencia entre accionistas controladores y minoritarios son planteadas por Rafael Lengua (véase LENGUA PEÑA, Rafael. *La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas*. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 313-339) y por Juan José Martínez (véase MARTÍNEZ, Juan José. *Óp. cit.*, pp. 279 y ss.)

débiles”. Por el contrario, en los esquemas derivados de los sistemas legales continentales, predominan los esquemas de propiedad concentrada. El problema “principal-agente” en relación con las empresas estadounidenses no es, pues, comparable al europeo, donde habitualmente existen accionistas dominantes o mayoritarios que, por tanto, pueden controlar a los directivos mucho mejor que un gran número de pequeños accionistas<sup>193</sup>.

El profesor RECALDE CASTELLS mantiene la misma línea al sostener que, en sociedades con alto grado de concentración del capital en un reducido número de accionistas, la gestión de los administradores en todo momento es objeto de supervisión por los accionistas de control<sup>194</sup>.

Por todo ello, bien se afirma que en el Perú, como en otros mercados con estructura accionarial concentrada, que el mercado de control societario (y la OPA):

- No alinea el potencial conflicto de intereses que podría producirse entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. Corresponde mejorar los mecanismos internos y externos de control a efectos de proteger los intereses de los minoritarios, en especial, corresponde al Derecho de Sociedades.
- Tampoco es un mecanismo eficiente de fiscalización y/o disciplina ante un potencial caso de problema de agencia entre los “administradores/accionistas” (modelo estadounidense). El accionista controlador puede monitorear mejor a los administradores.

---

<sup>193</sup> LARGO GIL, Rita. *Óp. cit.*, p. 71.

<sup>194</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAS... Loc. cit.*

### 3. ¿Por qué adquirir una sociedad? La racionalidad económica detrás de la adquisición de sociedades

Siendo el objetivo del presente capítulo exponer el marco general de las adquisiciones societarias, corresponde en este punto analizar cuál es la racionalidad económica que existe detrás de una adquisición societaria.

#### 3.1 Naturaleza económica de las adquisiciones: un modelo simple de intercambio<sup>195</sup>

Para iniciar el análisis de las razones que llevan a adquirir una sociedad, es preciso conocer cuál es la naturaleza económica que subyace a toda adquisición de bienes, esto es, describir qué lleva a una persona a adquirir un bien, y que lleva a otra a venderlo. Ello, nos ayudará a ser conscientes de la relevancia económica -en términos de eficiencia- que implica la correcta asignación de recursos y el por qué la regulación no debiera prohibir transacciones eficientes.

Al respecto, se dice que las transacciones se llevan a cabo cuando se presentan diferencias valorativas entre los agentes económicos<sup>196</sup>. Así, cuando una persona (adquirente) valora más un bien que el titular del mismo (vendedor)<sup>197</sup>, aquél

---

<sup>195</sup> Las ideas centrales de este punto han sido tomadas de los materiales de enseñanza del curso Fusiones y Adquisiciones que el profesor Sergio Salinas dictó en la Pontificia Universidad Católica del Perú en el año 2006. Sin embargo, el contenido es responsabilidad entera del autor de este trabajo. Cfr. SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

<sup>196</sup> La teoría económica presupone que los agentes económicos son personas racionales, esto es, que cuando adoptan decisiones lo hacen racionalmente, lo cual significa, en términos económicos, que las decisiones se toman para maximizar los beneficios individuales de cada uno. POSNER, Richard. *Óp. cit.*, p. 13.

<sup>197</sup> Las razones que llevan al adquirente a darle un mayor valor al bien (respecto del propio titular

estará dispuesto a pagar más por obtenerlo. Ello, en razón que personas racionales no celebrarán ningún tipo de acuerdo a menos que anticipen salir en una mejor posición que si no lo celebraran. De esta manera, el intercambio debe incrementar la utilidad personal de todas las partes involucradas. Sólo en estos casos estaremos ante la posibilidad de poder transferir un bien.

Sin embargo, existen dos condiciones adicionales que deben de tomarse en cuenta a efectos que la transferencia se realice. En primer lugar, se debe tener en consideración que los costos de transacción no sean elevados, pues de lo contrario no se realizará la operación. En segundo lugar, el precio del bien no debe ser mayor a la valoración que tenga el adquirente sobre éste, ni menor a la valoración del vendedor, pues se busca que al final de la transacción ambas partes se vean beneficiadas<sup>198</sup> y, por tanto, satisfechas en sus expectativas (pues

---

actual del mismo) son diversas y son llamadas “fuentes generadoras de valor” y pueden ir desde simples aspectos valorativos o de gustos, hasta beneficios económicos plausibles.

<sup>198</sup> Es importante tomar en consideración que en los casos de asignación eficiente de recursos, la teoría económica nos presenta dos postulados. Por un lado, Pareto (a través del denominado “Criterio de Pareto”) nos dirá que la asignación de recursos generada por la transacción es eficiente porque se ha mejorado la posición de al menos una persona, sin empeorar la posición de nadie. Por otra parte, Kaldor-Hicks (mediante el “criterio de maximización de la riqueza”) toma la misma idea pero señala que las transacciones sí pueden acarrear perjuicios a terceros, sin que por ello pierdan su calidad de “eficiente”, salvo que los mismos sean mayores a los beneficios totales. Un ejemplo de este último postulado sería el siguiente: si “A” valúa un adorno de madera en US\$ 5 y “B” en US\$ 12, con un precio de venta de US\$ 10 la transacción generará un beneficio total de US\$ 7 (“A” se considerará US\$ 5 mejor, mientras que “B” se considerará US\$ 2 mejor); de darse la operación, habría una transferencia eficiente siempre que el daño causado a terceros (de existir) no exceda US\$ 7. En este caso, siguiendo el Criterio de Pareto, la transacción sólo sería eficiente si “A” y “B” compensaran *efectivamente* a los terceros por los daños que les inflijan; en cambio, para Kaldor-Hicks los beneficiados (“A” y “B”) podrían compensar a los terceros perjudicados (aunque no lo hagan efectivamente), bastando tener en cuenta si los daños son mayores al beneficio total o bienestar social (US\$ 7). Siguiendo a Posner, consideramos que el Criterio de Pareto es una posición muy austera de la eficiencia y con pocas aplicaciones en el mundo real, debido a que la mayoría de las transacciones tienen efectos sobre terceros; más aún, en el caso de adquisición de sociedades, donde terceros como los *stakeholders* se encuentran directamente implicados en una decisión de adquisición. Cfr. POSNER, Richard. *Óp. cit.*, p. 21.

resulta lógico pensar que la transacción no hubiera ocurrido si ambas partes no hubiesen esperado mejorar respecto de su actual posición<sup>199</sup>).

De esta manera, de cumplirse con las condiciones antes expuestas, la teoría económica nos dirá que la transferencia será “eficiente” debido a que los recursos han sido asignados a sus usos más valiosos o a quien mejor las valora<sup>200</sup>, mejorando la situación de ambas partes. A decir de POSNER, “cuando los recursos se usan donde su valor es el más alto, podemos decir que se están empleando eficientemente”<sup>201</sup>.

En el caso de la adquisición de sociedades, podemos manifestar que la eficiencia en una transacción de esta naturaleza estará dada cuando el adquirente haya pagado por las acciones de la sociedad objetivo un monto mayor a su valor de mercado (denominado “prima de control”<sup>202</sup>) debido a que para éste la *target* vale más. Y vale más porque ha analizado<sup>203</sup> que puede darle un “mayor valor” a sus activos, generar una sociedad más valiosa y obtener una mayor tasa de rentabilidad.

Dicho esto, es preciso que el Derecho y la regulación en general permitan el libre flujo de recursos, de modo que éstos se trasladen a aquellos que mejor los

---

<sup>199</sup> POSNER, Richard. *Óp. cit.*, p. 22.

<sup>200</sup> En efecto, como apunta Posner, “el tercer principio básico de la economía es que los recursos tienden a dirigirse hacia sus usos más valiosos si se permite el intercambio voluntario”. POSNER, Richard. *Óp. cit.*, p. 18.

<sup>201</sup> POSNER, Richard. *Loc. cit.*

<sup>202</sup> Se denomina “prima de control” al “sobreprecio” (o diferencia por encima del valor de mercado de las acciones de la sociedad objetivo) pagado a por el adquirente para tomar el control de una sociedad. Para mayor información véase MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.* p. 4.

<sup>203</sup> En términos financieros, este análisis consiste en traer a valor presente los flujos de caja que se espera produzca la *target* cuando ya se encuentre gestionada por la sociedad compradora.

valoran y que los pueden usar más eficientemente. De lo contrario, se corre el riesgo de aumentar los costos de transacción, frenar el libre flujo de activos y, por tanto, reducir eficiencia. Esto no quiere decir que no exista regulación alguna, sino que será justamente el Derecho el encargado de establecer, tomando en cuenta los argumentos de eficiencia económica antes descritos, qué mercados deberán regularse y qué mercados no. Así, en el caso del mercado de adquisiciones y tomas de control societario (al que hemos denominado en el punto 2 de este capítulo como “mercado de control societario” en sentido amplio<sup>204</sup>) la existencia de un mercado “libre” puede permitir abusos en perjuicio de los accionistas minoritarios (en caso de sociedades con accionariado concentrado) o en perjuicio de todos los accionistas (en caso de sociedades con accionariado disperso).

Graficando lo dicho hasta ahora<sup>205</sup>:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{Bc} &= Vc - P \\
 \mathbf{Bv} &= P - Vv \\
 \mathbf{Bs} &= Bc + Bv = Vc - P + P - Vv = \mathbf{Vc - Vv}
 \end{aligned}$$

**Dónde:**

- Vc: valoración por parte del comprador
- Vv: valoración por parte del vendedor
- CT: costos de transacción
- Bv: beneficio del vendedor
- Bc: beneficio del comprador
- Bs: bienestar social
- P: Precio

<sup>204</sup> Recordemos que el concepto de mercado de control societario en sentido estricto se refiere a la adquisición de sociedades que cotizan sus acciones en bolsa (véase punto 2.2.3 del Capítulo I, p. 88).

<sup>205</sup> Tomado de SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

**Condiciones para la adquisición:**

- a)  **$V_c > V_v$** : en economía competitiva eficiente el bien será adquirido por quien más la valora.
- b)  **$CT < (V_c - V_v)$** : de lo contrario, no se dará intercambio por elevados costos de transacción (Teorema de Coase<sup>206</sup>)
- c)  **$P > V_v / P < V_c$** : de incumplirse cualquiera de estos supuestos, ni el vendedor ni el comprador realizarán la transacción, respectivamente.

Por ejemplo<sup>207</sup>, imaginemos que una sociedad (adquirente) pretende adquirir el 100% de las acciones de otra sociedad (*target*). El adquirente valora esta última en US\$ 1,300 millones, mientras el grupo controlador de la *target* la valora en US\$ 700 millones. Estimando que se acuerda un precio de venta por el 100% de acciones a US\$ 1,000 millones y los costos de transacción son de US\$ 6 millones (abogados, banco de inversión, derechos bursátiles, otros), estaríamos ante el siguiente escenario:

- $B_c = V_c - P = \text{US\$ } 300$  millones
- $B_v = P - V_v = \text{US\$ } 300$  millones
- $B_s = B_c + B_v = V_c - P + P - V_v$   
=  $V_c - V_v = \text{US\$ } 600$  millones
- Se cumplen las condiciones
- Ganancia neta: US\$ 594 millones → Se debe dar la transacción

<sup>206</sup> Un análisis preliminar de los postulados del profesor Ronald Coase sobre costos de transacción (conocido como el "Teorema de Coase") se puede revisar en el artículo "Ronald Coase y el Sistema Jurídico" del profesor Alfredo Bullard. Cfr. BULLARD, Alfredo. *Derecho y Economía: El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda edición. Lima: Palestra, 2006, pp. 103-121. Para la revisión del artículo original del Profesor Coase véase COASE, Ronald. *The Problem of the Social Cost*. En: The journal of Law and Economics, volumen 3, 1960, pp. 1-44.

<sup>207</sup> Tomado de SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

De esta manera, se puede comprender la importancia que reviste la naturaleza económica en las transferencias de bienes y, en especial, en las transferencias de paquetes de control societario: definir cuándo una operación es eficiente o no. Ello, claro está, sin soslayar la importancia de la regulación (léase normas y prohibiciones) del mercado de control societario, la cual no debe impedir la realización de transacciones eficientes, sino proteger y salvaguardar los intereses y/o bienes jurídicos protegidos por el Derecho.

### **3.2 Principales razones para llevar a cabo una adquisición: “sinergias y otras fuentes generadoras de valor”**

Tanto la evidencia empírica como la literatura especializada en *M&A*'s<sup>208</sup> sostienen que las adquisiciones o tomas de control de sociedades responden a razones de índole económica y estratégica, relacionadas fundamentalmente a la necesidad de crear “mayor valor” para la sociedad adquirente (o, en última instancia, para sus accionistas)<sup>209</sup>. Ello, debido a que esta última considera que puede obtener dicho mayor valor de los activos que generan el flujo de caja de la *target*, por lo que estará dispuesta a pagar más (“prima de control”) por obtener el control de dichos activos<sup>210</sup>.

---

<sup>208</sup> Para mayor información véase *Supra* nota 1.

<sup>209</sup> Un análisis completo sobre la creación de valor para los accionistas en los procesos de fusiones y adquisiciones puede verse en el capítulo 8 de RAPPAPORT, Alfred. *La creación de valor para el accionista*. Barcelona: Deusto, 2006.

<sup>210</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

Pero, ¿de dónde puede provenir este “mayor valor”? ¿Cuál es la fuente de riqueza?

Se dice que la decisión de adquirir una sociedad es una decisión empresarial que debe realizarse sólo cuando haya importantes expectativas de aumentar el valor global de las sociedades implicadas<sup>211</sup>, debido a que es una de las decisiones más complejas a tomar por el gran despliegue de tiempo y dinero a emplearse y por las repercusiones que puede tener sobre los *stakeholders* (empleados, clientes, proveedores, etc.). Por ello, se señala que las adquisiciones de sociedades son una buena idea y tienen sentido en los casos en que el valor de mercado de las sociedades participantes (adquirente y adquirida), luego de la toma de control es mayor que el valor de estas sociedades independientemente consideradas. Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las dos partes, se dice que se ha producido un “efecto sinérgico”<sup>212</sup>. De esta manera, el valor que crea la adquisición corporativa es un nuevo valor; lo cual permite obtener sinergias de distinta índole –operativas, financieras, de diversificación, entre otros- que de otra manera serían imposibles alcanzar.

---

<sup>211</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.* p. 4.

<sup>212</sup> La “sinergia” implica que las sociedades (al fusionarse o al adquirir otra empresa) alcanzan un mayor valor juntas que sumadas cada una de ellas por separado ( $A + B > A + B$ ). Ello se debe a la posibilidad de lograr más eficiencia combinando las actividades de las dos empresas. Para mayor información véase la lectura “Reestructuraciones” del profesor Jaime Sabal para su curso Finanzas Corporativas en el Instituto de Estudios Superiores de Administración – IESA. En: LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. *Óp. cit.*, pp. 3-24. Véase también, BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 611. Asimismo, siguiendo a MASCAREÑAS (*Óp. cit.* p. 4), se denomina *sinergia positiva* cuando el todo es mayor que la suma de las partes y cuando ocurre lo contrario se denomina *sinergia negativa*. Podemos dar el siguiente ejemplo de sinergia negativa: en octubre de 1999 se fusionaron Tabacalera y Seita, dos compañías tabacaleras, para formar Altadis; en enero de 2000 el valor de mercado de esta última era inferior al de Tabacalera antes del anuncio de la fusión. MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

Sin embargo, la generación de sinergias no es la única razón, desde un punto de vista económico, que existe para adquirir una sociedad. La amplia literatura económica y financiera nos dice que el “mayor valor” a generarse tras un *M&A* puede ser también consecuencia de otras fuentes generadoras de valor, tales como una gestión más eficiente, beneficios tributarios o fiscales, entre otros. A continuación, detallamos algunas de estas fuentes.

### 3.2.1 Integración Horizontal<sup>213</sup> o Sinergia Operativa

Es aquella que implica la integración de empresas del mismo sector industrial o de negocios. Así, podemos señalar que este tipo de sinergia se puede conseguir de dos formas: aumentando los ingresos o reduciendo los costos operativos<sup>214</sup> (“economías de escala”).

En el primer caso, el aumento de ingresos, la sinergia operativa se puede conseguir a través de la creación de un nuevo producto o servicio, generando un crecimiento de los ingresos a largo plazo. A este tipo de sinergia operativa se la denomina REO (del inglés *Revenue-Enhancing Opportunity*). Podemos dar como ejemplos, el compartir oportunidades de marketing, ampliar la gama de productos,

---

<sup>213</sup> Es importante anotar que la literatura anglosajona denomina “Fusión Horizontal” y “Fusión Vertical” cuando, en estricto, no sólo aplica para fusiones sino a todo tipo de adquisiciones. Por ello, preferimos referirnos a “integraciones” horizontales o verticales. Así, Earl W. Kintner señala que “*A horizontal merger is a merger in which one company acquires all or part of the stock or assets of another company which is a direct competitor in the same product line and in the same geographic area*”; asimismo, “*A vertical merger is a merger in which one company acquires all or part of the stock or assets of another company who is a customer or supplier of the acquired company*” (subrayado nuestro). KINTNER, Earl W. *Óp. Cit.*, pp. 211-214. En el mismo sentido WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, pp. 82-83.

<sup>214</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 8.

utilizar más eficientemente los canales de distribución conjuntos, o beneficiándose de la buena reputación e imagen de marca de una de las empresas<sup>215</sup>.

En el segundo caso, reducción de costos operativos, la sinergia se obtiene a través de la consecución de “economías de escala”<sup>216</sup>, esto es, cuando el costo unitario medio desciende al aumentar el volumen de producción de las empresas partícipes de la adquisición. El ahorro procedería de la unión de las operaciones y de la eliminación de los costos superfluos<sup>217</sup>. Con ello, se pueden afrontar inversiones a gran escala, asignar los costos de investigación y desarrollo, así como otros costos fijos sobre una base de mayores ventas o un mayor activo<sup>218</sup> o, por ejemplo, reduciendo personal administrativo, obteniendo mayor poder de negociación frente a proveedores y, en general, pudiéndose suprimir muchos de los gastos comunes de las sociedades implicadas<sup>219</sup>.

---

<sup>215</sup> *Ibidem*. Un ejemplo de este tipo de sinergia (beneficio de la marca y/o reputación) se dio cuando uno de los objetivos de Black & Decker al adquirir la división de productos del hogar de General Electric (GE) fue tratar de apalancar la reputación de su propia marca a los antiguos productos de GE. Tomado de CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Enfoques explicativos de las fusiones y adquisiciones*. En: ICADE, Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, N° 56. 2002, p. 155.

<sup>216</sup> Se entiende por “economías de escala” a distribuir los costos fijos en un mayor volumen de producción (o, en otras palabras, a mayor producción, menores costos unitarios). Cfr. BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 612. Es preciso tener en cuenta este concepto pues, como señalan los referidos autores, “Las economías de escala son el objetivo natural de las integraciones horizontales”. Véase también ROMANO, Roberta. *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*. En: Yale Journal of Regulation 9, p. 125; BERK, Jonathan y Peter DEMARZO. *Óp. cit.*, p. 877.

<sup>217</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Loc. cit.*

<sup>218</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>219</sup> Sin embargo, es preciso tener en consideración que los beneficios de una integración horizontal en presencia de economías de escala son superiores para las sociedades de tamaño pequeño y mediano, que necesitan aumentar su dimensión para hacer frente a los líderes del sector, por lo que puede esperarse que éstas sean los partícipes más activos en este tipo de operaciones. Para las empresas de gran tamaño, la disminución de costos asociada a tales economías puede no justificar la realización de la adquisición. En efecto, hay que tener en cuenta que las economías de escala no se producen de forma ilimitada: una vez superado el tamaño óptimo, los costos unitarios pueden aumentar como consecuencia de deseconomías propiciadas por la mayor complejidad que representa una sociedad de mayor dimensión. Cfr. CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 154.

### 3.2.2 Economías de integración vertical

La integración vertical se realiza entre sociedades de una misma industria pero que pertenecen a distintas etapas del proceso productivo<sup>220</sup>, esto es, cuando las sociedades se expanden para aproximarse con sus productos al consumidor final o a la fuente de la materia prima utilizada.

Así, se denomina “integración hacia delante” cuando una sociedad con grandes reservas de valor materia prima adquiere otra con una gran capacidad de venta al por menor, de esta manera se aproxima más a sus clientes finales. Por otro lado, la “integración hacia atrás” persigue el aumento y el aseguramiento de las reservas de materias primas<sup>221</sup>.

Este tipo de integración facilita la coordinación y administración. Al poner dos sociedades bajo un control central, la administración garantiza que ambas trabajen para un objetivo común<sup>222</sup>. En algunos casos la tecnología o la pericia adquiridas en una fase de la producción pueden ser útiles en otra de las fases. Otras razones pueden ser: aportes de tecnología; eliminación de costos contractuales; eliminación de los costos de nóminas, de establecimientos de los predios y de publicidad; reducción de los costos de comunicación; y de coordinación de la producción. En general, la racionalidad que existe detrás del

---

<sup>220</sup> BERK, Jonathan y Peter DEMARZO. *Loc. cit.*; véase también BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 610.

<sup>221</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 11.

<sup>222</sup> BERK, Jonathan y Peter DEMARZO. *Loc. cit.*

proceso de integración vertical estriba en la reducción de los costos contractuales y de transacción<sup>223</sup>.

Sin embargo, como señalan BREALEY, MYERS y MARCUS, no hay que suponer que un mayor grado de integración vertical sea necesariamente mejor que un grado menor. La integración llevada a ese extremo resulta absurda e ineficiente<sup>224</sup>. Por ello, en la actualidad la integración vertical es menos popular, debido fundamentalmente a que muchas sociedades les resulta más eficiente subcontratar actividades<sup>225</sup>.

### 3.2.3 La mejora de la gestión de la sociedad adquirida (“mercado de control societario”)

Hay sociedades cuyo valor de mercado es inferior al que deberían tener según el comportamiento del sector en el que se encuentren. En muchos casos, la razón de ello radica en una mala gestión y, por tanto, cambiando el equipo directivo se puede recuperar el valor perdido. Si esta reestructuración directiva no es impuesta desde la propia sociedad, puede venir obligada desde fuera de ella a través de una adquisición<sup>226</sup>. Por ello, se dice que la adquisición de sociedades mal gestionadas suele ser el blanco de otras que disponen de una mejor gestión. Así lo manifiestan BREALEY, MYERS y MARCUS cuando señalan que uno de los

---

<sup>223</sup> *Ibidem*.

<sup>224</sup> Tomando un ejemplo ilustrativo de Brealey, Myers y Marcus, antes de la reestructuración de la economía polaca, LOT, la empresa aérea estatal, comenzó a criar cerdos para asegurarse de que sus empleados dispusieran de carne fresca para comer. *Cfr.* BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 613.

<sup>225</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Loc. cit.*

<sup>226</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 13.

motivos de las adquisiciones societarias consiste precisamente en reemplazar a los directivos de las empresas adquiridas<sup>227</sup>.

De esta manera, a través de las adquisiciones se relevan a los ejecutivos autosatisfechos e inactivos<sup>228</sup> por otros con mayores aptitudes, impulsando, con ello, un aumento de la eficiencia empresarial y, por ende, el valor de la compañía<sup>229</sup>. A esta idea se le conoce como la “función fiscalizadora” de las fusiones y adquisiciones de sociedades, la misma que ha sido descrita en el punto 2 de este capítulo, referente al “mercado de control societario”<sup>230</sup>.

Lo antes señalado, es acorde con lo expresado por MASCAREÑAS quien, citando a PARRINO, COLLEGE y HARRIS<sup>231</sup>, menciona que parece detectarse una relación significativa y positiva entre la sustitución de los directivos de las sociedades adquiridas y los resultados de las sociedades después de la operación de adquisición. Más aún, la profesora Roberta ROMANO indica que existe evidencia empírica de que después de las tomas de control, el flujo de caja mejora

---

<sup>227</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 610.

<sup>228</sup> En ese mismo sentido, la profesora Roberta Romano señala que “*The most important agency cost explanation of takeovers is that they reduce managerial “slack” by replacing inefficient management*”. Traducción libre: La más importante explicación de los costos de agencia en las tomas de control es que éstas reducen la “flojera” administrativa reemplazando a los administradores ineficientes. *Cfr.* ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 129.

<sup>229</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>230</sup> No obstante, el profesor Michael Jensen al analizar las causas y razones que originan las adquisiciones societarias postula que el mercado de control societario también es un mecanismo que incentiva a los administradores a distribuir el flujo de caja de la sociedad que excede lo necesario para financiar proyectos rentables (*Free Cash Flow Theory*). Así, en caso los administradores sólo se dediquen a invertir en proyectos y éstos no lleguen a ser rentables, el mercado percibirá ello y lo castigará a través de la reducción del precio de las acciones, con lo cual la sociedad podría ser objeto de una toma de control. *Cfr.* JENSEN, Michael C. *Takeovers: Their Causes and Consequences*. En: *The Journal of Economic Perspectives*, volume 2, N° 1, 1988, pp. 21-48.

<sup>231</sup> Citado por Mascareñas (*Ibidem*). *Cfr.* PARRINO, L., B. COLLEGE y R. HARRIS. *Takeovers, Management Replacement and Post-Acquisition Operating Performance: Evidence from the 1980's*. En: *Journal of Applied Corporate Finance* 11, pp. 88-97.

como resultado del incremento de la productividad del recurso<sup>232</sup>. Mientras que cuando los directivos de las sociedades adquiridas permanecen después de la operación, los flujos de caja post-adquisición no superan los estándares del sector<sup>233</sup>. Todo lo expuesto, sugiere que los adquirentes manejan mejor los recursos de las sociedades objetivo.

### 3.2.4 Ventajas Fiscales<sup>234</sup>

La existencia de ventajas de tipo fiscal implica la posibilidad de reducir el pago de impuestos mediante la adquisición de una sociedad, de tal manera que la carga fiscal de ambas compañías sea menor que si se consideran separadamente<sup>235</sup>.

Entre las principales ventajas tenemos:

- Compensación de pérdidas acumuladas. En el supuesto que las pérdidas sean fiscalmente deducibles, una sociedad con pérdidas puede adquirir otra en situación saneada para poder trasladarlas hacia el futuro. Al contrario, una sociedad rentable puede adquirir otra con pérdidas para reducir sus beneficios y, en consecuencia, la carga impositiva<sup>236</sup>.

---

<sup>232</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 130.

<sup>233</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>234</sup> Un análisis de los beneficios tributarios en las tomas de control desde la óptica de la regulación estadounidense puede verse en ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, pp. 133-136.

<sup>235</sup> *Ídem.*, p. 14. Véase también ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Óp. cit.*, p. 779.

<sup>236</sup> CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 163.

- Beneficios fiscales. Consiste en aprovecharse de los beneficios fiscales que posea la *target*, tales como créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones impositivas en el extranjero, entre otros<sup>237</sup>.
- Revalorización de activos. Adquirir sociedades que posean activos cuyo valor de mercado sea muy superior a su valor contable puede permitir al adquirente volver a amortizar el activo tomando como precio de adquisición el valor de mercado<sup>238</sup>.
- Ahorros fiscales por ciclos complementarios. Cuando la adquisición se realiza entre dos sociedades cuyos ciclos complementarios son contrapuestos, o están poco correlacionados, es posible reducir el efecto impositivo sobre la sociedad adquirente<sup>239</sup>.

No obstante, las leyes impositivas de los países son muy cambiantes y más en lo relacionado a la utilización de los beneficios fiscales en las distintas formas de adquisiciones; por tanto, no sería extraño que una sociedad no pudiera obtener ninguna ventaja fiscal según el país en el que opere o según el momento en el que se encuentre<sup>240 241</sup>.

---

<sup>237</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 14.

<sup>238</sup> CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 163.

<sup>239</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>240</sup> *Ídem.*, p. 15

<sup>241</sup> Siguiendo a Mascareñas, existe evidencia empírica sobre el motivo fiscal en las adquisiciones societarias. Por ejemplo, este autor menciona a GILSON, Ronald, Myron SCHOLLES y Mark WOLFSON. *Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions*. En: COFFEE, John, LOWESTEIN, Louis y ACKERMAN, Susan. *Knights, Raiders and Targets*. Nueva York: Oxford University Press, 1998. pp. 273-299. El mismo autor también recomienda revisar HAYN, Carla. *Tax Attributes as determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions*. En: *Journal of Financial Economics* 23, número 1, Junio, 1989. pp. 121-153.

### 3.2.5 Las Adquisiciones como empleo de fondos excedentes

Se dice que cuando una sociedad que cuenta con liquidez luego de hacer frente al pago de su deuda (pago de intereses y amortización de la parte correspondiente de su principal), puede distribuir dicho excedente vía dividendos y/o puede reinvertirlo en la propia compañía.

Sin embargo, cuando la sociedad tiene pocas oportunidades de realizar inversiones provechosas sobre sí misma, y no desea distribuir dividendos, en lugar de ello puede invertir en otras empresas<sup>242</sup>. De este modo, las sociedades que tienen fondos excedentes y escasez de oportunidades de inversión suelen realizar adquisiciones financiadas con tesorería, como una manera de redistribuir el capital<sup>243</sup>, siempre que la operación tenga un valor actual neto positivo, es decir, cree valor para los accionistas<sup>244</sup>.

Cabe precisar, que las sociedades que mantienen fondos excedentes y que no realizan inversiones o distribuyen dividendos, podrían verse bajo un intento de toma de control por parte de un tercero, con objeto de hacerse de su liquidez y emplearla en su propio beneficio<sup>245</sup>.

---

<sup>242</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 16.

<sup>243</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, pp. 613-614.

<sup>244</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>245</sup> *Ibidem*. En ese mismo sentido, BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 614.

### 3.2.6 Combinación de Recursos Complementarios

A este tipo de situaciones se le conoce también como “economías de alcance” o “economías de enfoque”<sup>246</sup> y consiste en que muchas sociedades son adquiridas por otras más grandes debido a que pueden aportar componentes que son necesarios para la sociedad adquirente y que conlleva finalmente al éxito de ambas sociedades luego de la adquisición<sup>247</sup>. Así, se considera que el costo de producción conjunto es menor que el costo para cada negocio por separado. Ello, pues la sociedad adquirida puede poseer un producto único, pero carecer de la capacidad de ingeniería y de distribución necesarias para fabricarlo y comercializarlo a gran escala<sup>248</sup>. La sociedad adquirente podría desarrollar el producto desde el principio pero le es más rápido y barato adquirir a la *target*. Como se aprecia, las dos sociedades poseen “recursos complementarios” (cada una tiene lo que necesita la otra), por lo que su adquisición resulta razonable<sup>249</sup>. De esta manera, ambas empresas son complementarias y son más valiosas, conjuntamente consideradas, que de forma aislada<sup>250</sup>.

Podemos citar como ejemplos a las adquisiciones de negocios de elaboración de fideos por parte de una sociedad dedicada a la producción de galletas, o a la adquisición de una empresa de seguros por parte de un banco (o viceversa).

---

<sup>246</sup> La profesora Roberta Romano (ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 126) y Berk & DeMarzo (BERK, Jonathan y Peter DEMARZO. *Óp. cit.*, p. 877) denominan a estas situaciones como “economías de alcance”, mientras que el profesor Sergio Salinas las denomina “economías de enfoque” (Cfr. SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*).

<sup>247</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 17.

<sup>248</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 613.

<sup>249</sup> BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Loc. cit.*

<sup>250</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 17.

### 3.2.7 El incremento del poder de mercado

Una explicación tradicional de las adquisiciones corporativas es aquella que indica que las mismas otorgan poder de mercado; así, las sociedades se unen para obtener una posición monopólica que les genere beneficios<sup>251</sup> o como respuesta a la entrada de nuevos competidores<sup>252</sup>. En este caso, la adquisición no tiene como objetivo –o al menos no es el principal– mejorar la eficiencia y generar valor mediante la realización de sinergias operativas, sino reducir la competencia y conseguir una posición dominante en el mercado que le permita aumentar los precios y beneficiarse del excedente de consumidor. Con lo cual, la ganancia (léase, generación de valor) que se produce en la toma de control representa una transferencia de riqueza de los consumidores a los accionistas de la sociedad adquirente<sup>253</sup>.

Esta explicación fue muy popular a fines del siglo XX, sin embargo, es menos importante en los recientes años porque tales adquisiciones son ilegales *per se* bajo el ámbito de las leyes de Competencia, o porque requieren autorizaciones administrativas o, en todo caso, porque se han regulado aquellas actividades que buscan generar abusos monopólicos (establecimiento de una política predatoria de precios, acuerdos de venta agregada o exclusiva, etc.)<sup>254</sup>.

---

<sup>251</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 142.

<sup>252</sup> CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 162.

<sup>253</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 142.

<sup>254</sup> *Ibidem*.

### 3.3 Razones discutibles para llevar a cabo una Adquisición

Así como existen razones muy coherentes desde un punto de vista económico y comercial para llevar adelante una adquisición corporativa, existen también una serie de motivos no tan razonables y que entran en el terreno de lo discutible en cuanto a su capacidad de crear valor económico para los accionistas de la sociedad adquirente.

A continuación, detallamos las principales:

#### 3.3.1 La diversificación del riesgo mediante adquisiciones de tipo “conglomerado”<sup>255</sup>

Una explicación de las adquisiciones societarias es la diversificación. Se dice que la adquisición de una empresa con un negocio “distinto” del propio<sup>256</sup> permite diversificar el riesgo<sup>257</sup>, pues reduce cualquier tipo de fluctuaciones en el flujo de ingresos del grupo o conglomerado (esto es, pérdidas en unas sociedades se compensan con ganancias en otras)<sup>258</sup>. Por tanto, si la sociedad invierte en varios negocios distintos, que no estén perfectamente correlacionados, el efecto conseguido será la reducción del riesgo económico de la empresa<sup>259</sup>. La razón

---

<sup>255</sup> En palabras de Ross, Westerfield y Jaffre, una adquisición del tipo “conglomerado” se da cuando la sociedad adquirente y la sociedad adquirida no tienen actividades comunes entre sí. ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Óp. cit.*, p. 775. En el mismo sentido, WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, p. 85

<sup>256</sup> Si el negocio fuese parecido, estaríamos hablando de integración vertical, horizontal, o combinación de recursos complementarios, según los casos.

<sup>257</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 146.

<sup>258</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

<sup>259</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 19.

parece ser muy clara: por un evidente principio de *diversificación*<sup>260</sup> del riesgo de las inversiones, se prefiere adquirir una sociedad con un negocio distinto.

Sin embargo, a pesar de lo comentado, el problema de este argumento es que la diversificación en sí misma no crea aumentos de valor ni riqueza adicional para los accionistas de la sociedad adquirente y, por lo tanto, no tiene sentido económico<sup>261</sup>. En efecto, se dice que la diversificación resulta más fácil y barata para los accionistas de la sociedad adquirente que para la propia sociedad adquirente. Fácil, en el sentido que el accionista solamente tiene que ir directamente al mercado continuo y comprar el portafolio de acciones y/o valores que desee. Y barato, toda vez que la diversificación a nivel empresa puede ser un costo para los accionistas minoritarios cuando las sociedades pagan una prima por la adquisición<sup>262</sup>. Asimismo, se dice que este tipo de adquisiciones podría ser una estrategia del grupo controlador de la sociedad adquirente para no repartir utilidades y administrar mayor patrimonio, en perjuicio de los accionistas minoritarios<sup>263</sup>.

### 3.3.2 Motivaciones de los directores: la “arrogancia” directiva

---

<sup>260</sup> Se entiende por “diversificación” a la estrategia diseñada para reducir el riesgo distribuyendo la cartera entre muchas inversiones. Para mayor información sobre la diversificación del riesgo véase el Capítulo 10 de BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS. *Óp. cit.*, p. 276 y ss.

<sup>261</sup> ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE. *Óp. cit.*, p. 783; en el mismo sentido véase, MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Loc. cit.*

<sup>262</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 148.

<sup>263</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *El mercado...* [diapositivas]. En: Curso Fusiones y Adquisiciones... *Loc. cit.*

Los directores prefieren dirigir sociedades “grandes” que pequeñas. Ésa es la idea principal que la “Hipótesis de la Arrogancia Directiva” o “*Hubris Hypothesis*”<sup>264</sup>, del profesor Richard Roll, plantea como argumento para adquirir una sociedad.

Desde este punto de vista, los administradores buscan maximizar el valor de las adquisiciones, pero cometen errores y sobrevaloran las empresas objeto de adquisición. En algunos casos, cuando el precio de las acciones cae tras el anuncio de la oferta, los administradores no consideran esta advertencia como causante de su error. Más bien, ellos se infectan de orgullo y persisten creyendo que su valoración es la correcta y que el mercado está equivocado. Su arrogancia les impide admitir su error y cancelar la adquisición, por lo que terminan pagando demasiado por la *target*. La transacción se convierte en un traslado de riqueza de los accionistas del adquirente a los accionistas de la adquirida<sup>265</sup>. Así, el elemento esencial es la “confianza extrema” de los administradores de la sociedad adquirente, que los lleva a sobreestimar su habilidad para dirigir la sociedad adquirida y a pagar un precio superior al real para lograr su control<sup>266</sup>.

Como señala MASCAREÑAS, la forma más segura de que un alto ejecutivo de una sociedad haga algo “sonado” es adquiriendo una sociedad de similar o mayor tamaño. A parte de un aumento de adrenalina, le lloverán las felicitaciones de banqueros de inversión y llenará las páginas de las principales revistas

---

<sup>264</sup> Véase ROLL, Richard. *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. En: *Journal of Business* N° 59, volumen 2, abril, 1986, pp. 197-216.

<sup>265</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 150.

<sup>266</sup> CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 165.

financieras. En palabras del citado autor “*Testosterona, vanidad y codicia son ingredientes muy pobres para que una adquisición societaria resulte exitosa*”<sup>267</sup>.

### 3.3.3 Efecto sobre los beneficios por acción

Desde un punto de vista estrictamente financiero, se dice que uno de los objetivos más populares de las sociedades es aumentar los beneficios por acción (BPA). Muchas adquisiciones han sido justificadas en términos de su efecto positivo sobre los BPA, para lo cual las sociedades son valoradas utilizando un múltiplo de sus beneficios.

Ahora bien, el efecto de los BPA no indica si una adquisición crea o no riqueza. Por tanto, perseguir el aumento de los BPA es un objetivo insatisfactorio puesto que no tiene en cuenta el valor de los flujos de caja esperados y el riesgo asociado<sup>268</sup>.

### 3.3.4 Menores costos de financiación: sinergia financiera

Una explicación de las adquisiciones societarias consiste en que las mismas reducen el costo de capital<sup>269</sup>. En efecto, cuando una sociedad adquiere otra, se dice que ambas tendrán más facilidades crediticias que antes, debido a la mayor capacidad de endeudamiento generada por el mayor volumen de recursos que manejarán ambas sociedades vistas en conjunto<sup>270</sup> (he aquí, el por qué se le

---

<sup>267</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 24.

<sup>268</sup> *Ídem.*, p. 25.

<sup>269</sup> ROMANO, Roberta. *Óp. cit.*, p. 127.

<sup>270</sup> CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA. *Óp. cit.*, p. 155.

denomina “sinergia financiera”). Por lo tanto, se produce una reducción de los riesgos económico y financiero. Así, se dice que las facilidades crediticias estarán dadas por el otorgamiento, por parte de los acreedores, de menores tasas de interés, al saber que su inversión estará garantizada por los activos de ambas sociedades, cuando antes de la operación sólo lo estaban por los de una de ellas<sup>271</sup>.

Ahora bien, si el mercado fuese eficiente, el valor de las sociedades *post* adquisición sería igual a la suma de los activos de ambas compañías, pero como el valor de las deudas existentes antes de la adquisición aumentará (al cobrar los mismos intereses que antes pero ahora con menor riesgo) el valor de las acciones deberá decrecer, con lo que parece demostrarse que la adquisición beneficia a los acreedores y no a los accionistas de las sociedades participantes (puesto que están pagando a los acreedores más de lo que deberían con arreglo al riesgo financiero existente).

En otras palabras, las adquisiciones parecen provocar una redistribución de los beneficios entre los suministradores de recursos financieros de las sociedades participantes en la adquisición: de los accionistas hacia los acreedores<sup>272</sup>.

### 3.3.5 Las adquisiciones como defensa

Uno de los motivos más conocidos para realizar adquisiciones es el de defensa ante posibles tomas de control hostiles, es decir, no apoyadas por el equipo

---

<sup>271</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 27.

<sup>272</sup> *Ibidem*.

directivo de la sociedad objetivo<sup>273</sup>. En efecto, como se sabe, la toma de control por parte de un tercero conlleva, en la mayoría de los casos, el cambio de los administradores de la *target*, a efectos de explotar sus activos y generar el mayor valor que dicho tercero ha considerado en su análisis. Por ello, se suele considerar como una forma de defensa a aquellas adquisiciones societarias realizadas a iniciativa de los administradores de la *target*, de modo que la *target* gane tamaño lo más rápidamente posible (vía una posterior fusión, por ejemplo) y con ello el tercero adquirente se vea impedido de tomar el control dado el nuevo tamaño de la sociedad objetivo.

Sin embargo, al igual que en los casos precedentes, este tipo de operaciones no conlleva un aumento de valor para la sociedad ni para sus accionistas.

---

<sup>273</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.*, p. 32.

A large, faint watermark of the university's logo is centered on the page, featuring the same emblem and Latin motto as the header logo.

# **CAPITULO II**

## **LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA)**

## 1. La OPA: Consideraciones generales

Hasta el momento hemos mencionado a la OPA en dos oportunidades. En un primer momento, cuando señalamos que la OPA era uno de los tres mecanismos de adquisición societaria desarrollados a través de la compra de acciones<sup>274</sup> (junto con el mercado abierto y las emisiones directas). Y, en un segundo momento, al describir la Teoría del Mercado de Control Societario<sup>275</sup>, cuando se hizo manifiesto que en mercados donde la estructura de propiedad de las sociedades fuese de accionariado difundido, la OPA era el mecanismo “natural” a través del cual se hacen efectivas las funciones “fiscalizadora” y “disciplinaria” sobre los administradores.

Sin embargo, nada se ha dicho aún de su concepto, de sus antecedentes, de su finalidad o función económica, de sus principios o características internas, de sus ventajas, de sus distintas clases, ni de su regulación. Corresponde, por ello, estudiar esta figura, partiendo de un análisis conceptual y funcional, a efectos de poder entender su relevancia jurídico-económica.

### 1.1 Concepto

Al no existir una definición<sup>276</sup> unívoca de la OPA, consideramos pertinente describir los conceptos que sobre esta figura han sido esbozados por autores que

---

<sup>274</sup> Recordemos que la adquisición de acciones puede darse a través de: (i) adquisiciones en el mercado abierto (*ramassage*, negociación directa y cesión de control); (ii) ofertas públicas de adquisición – OPAs; y, (iii) emisiones directas. Para mayor información véase el Capítulo 1, punto 1.2.2, p. 28 y ss.

<sup>275</sup> Véase el Capítulo 1, punto 2.2, p. 72 y ss.

<sup>276</sup> De acuerdo al Diccionario de la Lengua Española, elaborado por la Real Academia Española

-desde nuestro punto de vista- son los más destacados en el análisis de esta materia. Cabe precisar, no obstante, que nuestra intención es revisar los conceptos de manera objetiva, escapando de las definiciones establecidas en las distintas regulaciones existentes o de los principios ideológicos que las sustentan. Solo así estaremos en capacidad de establecer un correcto marco conceptual de la OPA<sup>277</sup>.

Así, tomando las ideas del profesor español Jaime ZURITA, citadas por Carlos DE CÁRDENAS, una OPA es:

(...) una técnica o procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad (...) que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad<sup>278</sup>.

---

(RAE), el término “definir” consiste en “Fijar con claridad, exactitud y precisión la significación de una palabra o la naturaleza de una persona o cosa”.  
<[http://buscon.rae.es/drae/SrvltConsulta?TIPO\\_BUS=3&LEMA=definición](http://buscon.rae.es/drae/SrvltConsulta?TIPO_BUS=3&LEMA=definición)>. Es por este motivo, que sobre la OPA sólo podemos dar “conceptos”, entendiendo por este último a la capacidad de “Determinar algo en la mente después de examinadas las circunstancias”.  
<[http://buscon.rae.es/drae/SrvltConsulta?TIPO\\_BUS=3&LEMA=concepto](http://buscon.rae.es/drae/SrvltConsulta?TIPO_BUS=3&LEMA=concepto)>

Consulta: 10 de noviembre de 2011.

<sup>277</sup> La literatura en castellano sobre OPAs es abundante, más aún la que establece el marco conceptual de esta figura. Por este motivo, solo hemos descrito las opiniones de los autores más destacados según nuestra opinión. No obstante, para una revisión del concepto de OPA utilizado por otros autores (aunque siguen la misma línea conceptual arriba descrita) véase BONELL, Ramón. *Manual de OPAs*. Madrid: Difusión Jurídica, 2010, p. 59; OTERO LASTRES, José Manuel. *La Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Sociedades Anónimas no Cotizadas en Bolsa... Óp. cit.*, p. 20; IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier. *La contratación en el Mercado de Valores*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2001, p. 265; ESCUDERO PRADO, María Eugenia y otros. *Las Ofertas Públicas de Adquisición*. En: Análisis sectorial del Mercado de Valores. La Coruña: Netbiblo, 2002, p. 119; ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 1997, pp. 317-318; SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. *Ofertas Públicas de Adquisición y Defensa de la Competencia*. En: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Tomo tres. Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, pp. 3374-3375; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *Derecho del Mercado de Valores*. Barcelona: J.M. Bosch Editor, 2000, p. 251; VICENT CHULIÁ, Francisco. *Introducción al Derecho Mercantil*. Décimo cuarta edición. Valencia: Tirant lo Blanch, 2001, p. 610.

<sup>278</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*. Madrid:

Asimismo, el profesor Fernando SANCHEZ CALERO nos dice que las OPAs:

(...) se nos presentan como ofertas dirigidas a los accionistas o si se quiere titulares de valores con derecho a voto de una sociedad con la finalidad de la adquisición de su control<sup>279</sup>.

El autor español José E. CACHÓN BLANCO entiende que existe una OPA cuando:

(...) una persona manifiesta públicamente su intención de adquirir todas las acciones o un porcentaje de las acciones de una sociedad que cotiza sus acciones en bolsa, a un precio dado<sup>280</sup>.

Por su parte, Anna María SALA, autora de un importante trabajo de investigación sobre la materia, sostiene que la OPA es:

(...) aquella oferta realizada públicamente por una persona natural o jurídica, dirigida a los accionistas de una sociedad, para adquirir sus acciones a un precio determinado y en una cantidad determinada que le permita ejercer, en su caso, el control de esa sociedad<sup>281</sup>.

Entre tanto, Marco POLO señala que la OPA es:

[Una] oferta que se dirige al cuerpo de accionistas en general, ofreciéndoles un trato idéntico y en ella su autor, no sólo fija el número de acciones que desea adquirir, sino también señalar el tope máximo dispuesto a adquirir, dando lugar en caso de exceso de demanda a cancelación de la oferta o prorrateo. La OPA es el medio más ventajoso para que todos puedan participar en pie de igualdad y que, unido a la publicidad de las ofertas, les posibilite para aprovechar las circunstancias

---

Civitas, 1993, p. 31.

<sup>279</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Óp. cit.*, p. 31.

<sup>280</sup> CACHÓN BLANCO, José Enrique. *200 preguntas sobre los Mercados de Valores*. Madrid: La Ley – Actualidad, 1999, p. 259.

<sup>281</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 43.

favorables que durante la vigencia se pueden presentar, con posibles mejoras de condiciones<sup>282</sup>.

El profesor Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS nos presenta el siguiente concepto:

Una OPA no es otra cosa que una propuesta de contrato, mediante el cual una persona física o jurídica (denominada oferente) se dirige a todos los socios de una compañía, manifestándoles su intención de adquirir, en plazos y condiciones definidos de antemano, las acciones o valores equivalentes que los destinatarios de la oferta tengan a bien transmitir, con su sujeción en su caso al correspondiente prorrateo, si las aceptaciones resultantes excedieran en su conjunto del volumen de adquisición pretendido<sup>283</sup>.

No obstante haber presentado opiniones de importantes autores españoles, debemos precisar que la OPA es fundamentalmente una institución de raigambre y origen anglosajona, siendo el Reino Unido el país que vio nacer a las OPAs hacia la década de los años cincuenta<sup>284</sup>. Por ello, es preciso tomar en consideración las opiniones que sobre el concepto de OPA han escrito académicos de esta parte del mundo. Así, podemos referir la opinión de Robert C. CLARK, profesor de la Escuela de Leyes de la Universidad de Harvard, quien conceptualiza a la OPA (denominada en los Estados Unidos como *tender offer*) de la siguiente manera:

Una oferta pública de adquisición (*tender offer*) se produce cuando una empresa (o una persona o un grupo de personas) invita o solicita a los accionistas de una sociedad objetivo a ofrecer sus acciones para la venta con algunas consideraciones específicas. Así, la contrapartida puede ser formulada como un pago en efectivo o como un paquete de valores, o ambas cosas. En los últimos años, la oferta pública de adquisición en efectivo han sido las más frecuentes. El valor de la

---

<sup>282</sup> POLO, Marco. *Ofertas Públicas de Adquisición*. En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José (director). *Curso de bolsa y mercados financieros*. Instituto Español de Analistas Financieros. Barcelona: Ariel, 1996, p. 385;

<sup>283</sup> SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Madrid: Thomson Civitas, 2008, p. 1295.

<sup>284</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Civitas, 1996, p. 27.

contraprestación ofrecida por lo general es superior al precio actual de mercado de las acciones de la sociedad objetivo por una prima sustancial. (...) <sup>285</sup>

Entre tanto, BROWN, REYNOLDS III y DAVIS describen a la OPA o *tender offer* como:

Una oferta general, difundida por uno o un grupo de individuos para comprar acciones de una empresa pública, cuyas acciones se negocian en una bolsa de valores nacional, y a un precio muy por encima del precio actual de mercado <sup>286</sup>.

Por su parte, Peter A. HUNT, un importante autor estadounidense sobre *M&A* 's y finanzas corporativas, nos dice que:

Ofertas públicas de adquisición son los medios más eficaces para que un comprador tome el control de una empresa sobre la base de efectivo. Una oferta pública de adquisición es una transacción en la que se hace una oferta directamente a los accionistas de una empresa. En una oferta pública de adquisición, el adquirente ofrece comprar parte o la totalidad de sus acciones a un precio determinado y bajo ciertos términos y condiciones. Hay dos principales tipos de ofertas públicas de adquisición: una oferta por todas las acciones de una empresa, y una oferta por una parte de las acciones de una empresa. En una oferta pública de adquisición, es habitual que la oferta sea condicionada a un número mínimo de acciones objeto de la oferta <sup>287</sup>.

<sup>285</sup> Traducción libre: "A *tender offer* occurs when one company (or an individual, or a group of persons) invites or solicits shareholders of a target company to tender their shares for sale at some specified consideration. The consideration may be formulated as a cash price or as a package of securities, or both. In recent years, cash tender offers have been more common. The value of the consideration offered usually exceeds the current market price of the target company's stock by a substantial premium. (...)". Cfr. CLARK, Robert. *Óp. cit.*, p. 531.

<sup>286</sup> Traducción libre: "A general, publicized bid by an individual or group to buy shares of a publicly-owned company, the shares of which are traded on a national securities exchange, at a price substantially above the current market price". Cfr. BROWN, Meredith M., John REYNOLDS III y Kevin DAVIS. *Regulation of Acquisitions*. En: FARMERY, Peter y Keith WALMSLEY (editores). *United States Securities and Investments Regulation Handbook*. Chapter 6. Londres: Graham & Trotman. 1992, p. 237.

<sup>287</sup> Traducción libre: "Tender offers are the most effective means for an acquirer to take over a company on a cash basis. A tender offer is a transaction where an offer is made directly to the shareholders of a company. In a tender offer, the acquirer offers to purchase some or all of their stock at certain price and under certain terms and conditions. There are two principal types of tender offers: an offer for all of the shares of a company's stock, and an offer for part, but not all, of a company's stock. In a tender offer, it is typical for the offer to be conditioned upon a minimum

Dicho todo esto, podemos concluir que las notas características del concepto de OPA son: (i) la “*publicidad*” de la oferta, (ii) su “*generalidad*” en el sentido de dirigirse a todos los accionistas de la sociedad objetivo, (iii) la “*adquisición*” de valores que otorgan derecho de voto de una sociedad cotizada, y (iv) la “*finalidad*” de obtener o reforzar el control de la *target*<sup>288</sup>.

En definitiva, es posible resumir los conceptos descritos manifestando que la OPA, además de ser “pública” y “general”, es –simplemente– un mecanismo de adquisición de valores que otorgan derecho a voto de sociedades que cotizan sus acciones en una bolsa de valores. La finalidad, a diferencia de lo que señalan algunos autores, no la consideramos pues no es parte de un concepto objetivo de OPA (o en otras palabras, un concepto “puro” y “simple”). Además, de hacerlo, caeríamos en el error cometido por autores como Miguel TORRES MÉNDEZ, quien considera que la OPA tiene hasta cuatro conceptos, dependiendo de las distintas finalidades que se asuman para este mecanismo<sup>289</sup>. Ello, pues, nos llevaría a considerar que habrán tantos conceptos de OPA como finalidades se puedan establecer para esta figura, lo cual, consideramos, es una sin razón.

---

*number of shares being tendered in the transaction*”. Cfr. HUNT, Peter A. *Óp. cit.*, pp. 519-520.

<sup>288</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.* En ese mismo sentido, POLO, Marco. *Ofertas Públicas de Adquisición*. En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José (director). *Curso de bolsa... Óp. cit.*, p. 388.

<sup>289</sup> Señala este autor que “La singularidad y complejidad de la OPA se presenta desde el concepto mismo de esta modalidad de Contratación del Mercado de Valores. Así es, puede advertirse que la OPA no tiene sólo un concepto, sino que resulta que tiene hasta cuatro conceptos. Esta tetralogía de conceptos se debe a que existen dos criterios que válidamente se pueden aplicar para conceptualarla... La aplicación de cada uno de ellos determina dos dualidades de conceptos, produciéndose así la tetralogía conceptual sobre la OPA”. Cfr. TORRES MÉNDEZ, Miguel. *La contratación del Mercado de Valores. Parte General*. Lima: Grijley. 2012, p. 112.

## 1.2 Finalidad y/o función económica

En el punto anterior hemos adelantado cuál es la finalidad o funcionalidad económica que consideramos tiene la OPA. No obstante, corresponde reiterar que nuestro análisis parte de un sentido “funcional” que tiene la OPA en sí misma, sin tomar en consideración las distintas finalidades o propósitos que las regulaciones han establecido para esta figura. Ello, con el fin de no teñir nuestro análisis de elementos ideológicos o valorativos, de manera que la finalidad de la OPA pueda ser vista y entendida más allá de la regulación que analicemos.

Así, desde nuestro punto de vista, las OPAs tienen como finalidad, utilidad o principal función económica la de ser un mecanismo de adquisición de acciones con derecho a voto que, en su caso, permiten al adquirente obtener o reforzar el control de una sociedad<sup>290</sup>. Son tres los argumentos que sustentan nuestra posición.

El primer argumento se desprende de un análisis histórico de la OPA. Si tomamos en consideración que la OPA es un mecanismo que surgió en el Reino Unido, y que rápidamente se trasladó a los Estados Unidos<sup>291</sup>, siendo en estos dos países donde ha alcanzado su máximo desarrollo<sup>292</sup>, corresponde tomar en consideración cuál fue la finalidad de su creación y posterior desarrollo en dichos países. Y su finalidad no fue otra que la de ser un mecanismo que permitió la adquisición del control de sociedades cotizadas que tenían como principal característica la

---

<sup>290</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAS... Óp. cit.*, p. 27.

<sup>291</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Loc. cit.*

<sup>292</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 45.

dispersión del accionariado. Así, la OPA nació como un mecanismo bursátil necesario para la adquisición del control societario, en donde la realidad de la estructura de propiedad del mercado corporativo británico y estadounidense (de evidente accionariado difundido) hizo inevitable su configuración jurídica.

El segundo argumento está directamente relacionado con el primero, y se basa en consideraciones de eficacia y eficiencia. Si la OPA se constituyó como un mecanismo que permite adquirir el control de sociedades cotizadas con accionariado disperso, ello se debe fundamentalmente a que los otros mecanismos de adquisición de acciones que existían hasta ese momento (esto es, las adquisiciones en el mercado abierto y las emisiones directas) no eran eficaces ni eficientes para dicho fin, o porque la OPA presentaba mayores ventajas sobre éstos<sup>293</sup>. En efecto, si tenemos en consideración lo expresado en el punto 1.3 del capítulo I de este trabajo (relacionado a las diferencias entre los tipos de adquisición de acciones<sup>294</sup>), notaremos que en su momento señalamos que las OPAs presentan mayores ventajas sobre las otras dos modalidades de adquisición de acciones. En el caso del “mercado abierto”, porque éste puede generar: (i) demora en la adquisición; (ii) elevados costos de transacción; y, (iii) incertidumbre, pues de no alcanzar la adquisición se habrá gastado dinero, tiempo y una posición minoritaria en la *target*. Por su parte, en el caso de las “emisiones directas”, éstas requieren de la participación de los órganos de la sociedad objetivo para aprobar su ejecución, lo cual puede ser un inconveniente. Dicho esto, puede entenderse por qué la OPA se origina y tiene como finalidad adquirir el control societario.

---

<sup>293</sup> Así lo ha hecho notar Henry Manne en su mítica obra *Mergers and the Market for the Corporate Control*. Cfr. MANNE, Henry G. *Óp. cit.*, p. 119.

<sup>294</sup> Para mayor información véase el punto 1.2.2 del Capítulo I, p.28 y ss de este trabajo.

El tercer argumento es de carácter económico-racional y consiste en formularse la siguiente pregunta: si la finalidad o función económica de la OPA no fuera la de adquirir el control, ¿para qué alguien formularía una OPA, teniendo en cuenta los costos que ello implica? La respuesta, sólo puede llevarnos a considerar a la OPA como mecanismo cuya finalidad es la adquisición de acciones que conlleven el control de la *target*. Un argumento en contra no tendría un sustento económico-racional y, seguramente, estaría vinculado a elementos valorativos de diversa índole.

Puede entenderse ahora el carácter económico de la OPA y la trascendencia de esta figura cuya finalidad o función económica, “pura” y “simple”, es la adquisición del control de una sociedad cuyas acciones con derecho a voto se encuentran cotizadas.

Ése es el sentido funcional que ZURITA le ha dado a esta figura, al señalar que si bien la OPA es una técnica peculiar de adquisición de valores, su utilización más frecuente se produce con el fin de adquirir o reforzar el control en una sociedad cuyo capital, en todo en parte, esté admitido a negociación en una Bolsa<sup>295</sup>. El mismo análisis es realizado por el profesor español Alberto TAPIA HERMIDA, quien manifiesta que las OPAs son instrumentos jurídico-financieros esenciales para alcanzar el objetivo de concentrar sociedades<sup>296</sup>.

---

<sup>295</sup> ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). Régimen Jurídico...*Óp. cit.*, p. 30.

<sup>296</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, Carmen ALONSO LEDESMA e Isabel RODRÍGUEZ. *OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias*. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Barcelona:

En esa misma línea, el profesor Andrés RECALDE CASTELLS comenta lo siguiente:

En efecto, junto a la `oferta pública`, la otra columna sobre la que se asienta el régimen de las OPAs es la adquisición del control, lo que se vincula con la consideración de la OPA como un instrumento dirigido funcionalmente a integrar la sociedad adquirida en el dominio de la adquirente<sup>297</sup>.

Entre tanto, el profesor Fernando SÁNCHEZ CALERO, al analizar la función económica de las OPAs, manifiesta que:

(...) la OPA es un técnica para que la sociedad oferente obtenga el dominio de otra sociedad, por lo que puede decirse con precisión que sirve para la afiliación de una sociedad por otra o la integración en su grupo, y normalmente cumple su función como medio para la concentración económica. La finalidad de la operación es, en principio, la obtención de ese dominio, por lo que puede decirse que la OPA es una modalidad de la toma de control de una sociedad<sup>298</sup>.

Siguiendo con la funcionalidad económica de la OPA, el profesor Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS manifiesta que una OPA es simplemente un método para acceder o reforzar el control de una sociedad cotizada<sup>299</sup>. Lo cual también es reiterado por Fernando ZUNZUNEGUI, quien señala que por su función económica, las OPAs son ofertas públicas destinadas, mediante la adquisición de valores, a obtener o reforzar el control de la sociedad afectada por la oferta<sup>300</sup>.

---

Bosch, 2009, p. 161.

<sup>297</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAs... Óp. cit.*, p. 49.

<sup>298</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Loc. cit.*

<sup>299</sup> SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. *Estudios Jurídicos... Loc. cit.*

<sup>300</sup> ZUNZUNEGUI, Fernando. *Óp. cit.*, p. 317.

En nuestro medio, Alberto REBAZA sigue la misma línea cuando señala que la OPA tiene como propósito último tomar o aumentar el control de una sociedad<sup>301</sup>.

Se aprecia, pues, que desde una óptica económica o funcional, lo que se pretende a través de la OPA es conseguir el dominio de un negocio que resulta atractivo por su objeto social, por el grado de desarrollo de este objeto y por el interés de la empresa como organización de medios materiales y humanos<sup>302</sup>. Puede entenderse, así, la razón por la cual las OPAs son estudiadas en el marco de los procesos de toma de control de sociedades, también denominados por la literatura financiera como Fusiones y Adquisiciones (*M&A* 's).

Por otra parte, la finalidad o función económica de la OPA, consistente en la toma de control de una sociedad cotizada, no es necesariamente la única función económica de este mecanismo, pues –en determinados casos- la OPA tiene otra finalidad, una más específica.

En efecto, basta recordar que la OPA, de acuerdo a la Teoría del Mercado de Control Societario<sup>303</sup>, cumple una doble función jurídico-económica respecto de sociedades cotizadas con accionariado difundido, específicamente, ante potenciales conflictos de agencia de sus administradores. Así, por un lado, la OPA es un mecanismo “fiscalizador” (cuando se produce una adquisición y posterior a ello se produce el cambio de administración); y por otro, es un mecanismo “preventivo” (que se genera ante el solo temor de una posible adquisición). De

---

<sup>301</sup> REBAZA, Alfonso. *Óp. cit.*, p. 99

<sup>302</sup> JRAD, Mohd Hussein Issa. *Aspectos Económico-Contables en las OPAs*. Valladolid: Universidad de Valladolid, Secretaría de Publicaciones e Intercambio Científico, 1997, p. 12.

<sup>303</sup> Véase el punto 2.2 del Capítulo I de este trabajo, p. 72 y ss.

esta manera, cuando nos encontramos en mercados que cuentan con sociedades con una estructura de propiedad dispersa (accionariado difundido), la OPA siempre tiene una finalidad genérica y una finalidad específica. Porque, conjuntamente con la adquisición del control societario, la OPA lleva aparejada la doble finalidad jurídico-económica que le impone la Teoría del Mercado de Control Societario: ser un mecanismo disciplinario y un mecanismo fiscalizador.

Por lo antes expuesto, podemos afirmar -desde un punto de vista económico y estrictamente funcional- que la OPA, como mecanismo para adquirir valores que otorgan derecho a voto, tiene como finalidad genérica lograr la adquisición de una sociedad cotizada; además de ser un mecanismo que permite fiscalizar y/o disciplinar a los administradores de sociedades cotizadas con accionariado difundido (finalidad específica).

No obstante, es preciso señalar que algunas regulaciones, como la española<sup>304</sup>, la argentina<sup>305</sup> o la brasilera<sup>306</sup>, además de establecer en su legislación la institución de la OPA como mecanismo que tiene por finalidad la toma de control, le han otorgado finalidades distintas. Así tenemos, por ejemplo<sup>307</sup>, que han regulado las denominadas “OPAs de Exclusión”, las cuales se deberán formular en caso una

---

<sup>304</sup> Véase al respecto el art. 34° de la Ley de Mercado de Valores de España, Ley 24/1988, de 28 de julio; y el art. 10° del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>305</sup> Véase al respecto el art. 31° del Decreto 677/2001 sobre Régimen de Transparencia de la Oferta Pública; y el art. 22° de su reglamento, la Resolución General N° 401/2002.

<sup>306</sup> Véase al respecto el numeral 4 del art. 4° de la Ley 6.404 sobre Disposiciones de las Sociedades por Acciones; y los arts. 2 y 16 de la Instrucción CVM N° 361, de 5 de marzo de 2002, denominado Disposiciones sobre el procedimiento aplicable a las ofertas públicas de adquisición.

<sup>307</sup> Este no es el único ejemplo, podemos mencionar también a las denominadas “OPAs de Reducción de Capital”, reguladas en la legislación español. Para mayor información sobre el particular véase LÓPEZ MARTÍNEZ, Manuel. *Artículo 3°. Oferta por Exclusión*. En: GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier y Jaime ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE (directores) *La Regulación de las OPAs*. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio. Madrid: Civitas, 2009, pp. 255.296.

sociedad decida excluir sus acciones de cotización o, como manifiesta Carlos DE CÁRDENAS, aquellas formuladas por la propia sociedad con el fin de obtener la exclusión de la negociación en bolsa<sup>308</sup>. En este caso, se dice que la finalidad de la OPA es excluir a las acciones de la cotización y su justificación se funda en un evidente carácter valorativo, consistente en proteger al accionista minoritario, al brindarle una vía de salida que permita liquidar su inversión ante la decisión adoptada de dejar de ser una sociedad “pública”.

Este ejemplo demuestra que en ciertas oportunidades los legisladores regulan la OPA teniendo en cuenta valoraciones distintas a su verdadera función económica (como la protección al accionista minoritario ante “potenciales” abusos), desnaturalizando la real finalidad de esta institución.

En esa misma línea -que consideramos errónea-, Miguel TORRES MÉNDEZ manifiesta que la OPA cuenta hasta con cinco finalidades no contrapuestas<sup>309</sup>. Así, este autor considera que la OPA tiene como finalidad: (i) la adquisición del control societario; (ii) la exclusión de acciones de cotización o la reducción de capital; (iii) la concentración empresarial; (iv) la especulación bursátil; y, (v) la sanción y prevención de políticas empresariales deficientes (Teoría del Mercado de Control Societario). No estamos de acuerdo con esta postura. Como hemos indicado, el punto (ii) previo es una finalidad impuesta por determinadas regulaciones, que no guarda racionalidad económica. Entre tanto, los puntos (iii) y (iv) no son finalidades propias o únicas de la OPA, sino de cualquier método de

---

<sup>308</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 71. Para un análisis detallado y actualizado de esta figura véase TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, Carmen ALONSO LEDESMA e Isabel RODRÍGUEZ. *OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias*. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). *Régimen Jurídico de las Ofertas... Óp. cit.*, p. 166.

<sup>309</sup> TORRES MÉNDEZ, Miguel. *Óp. cit.*, pp. 110-125.

adquisición corporativa<sup>310</sup>. Sólo los puntos (i) y (v) son finalidades o funciones económicas de la OPA; y son las mismas que consideramos como sus únicas finalidades o funciones económicas.

Lo que se debe rescatar, en todo caso, es que una cosa es la finalidad o funcionalidad económica de la OPA, “pura” y “simple”, conforme la hemos descrito (sea en su versión genérica o específica), y otra la finalidad que tiene una regulación en particular, la cual puede distorsionar la finalidad o funcionalidad económica de esta figura, imponiéndole con ello una finalidad distinta (así, por ejemplo, en el caso de la OPA de Exclusión la finalidad de las regulaciones citadas es “proteger al accionista minoritario” con lo cual han impuesto a la OPA la finalidad de excluir las acciones de negociación, de manera que se cumpla con dicho objetivo). Estos distintos criterios sobre la finalidad de la OPA y de la finalidad de una regulación de OPA son resumidos en el siguiente cuadro:

---

<sup>310</sup> Los métodos de adquisición societaria han sido tratados en el capítulo I de este trabajo.

**Figura No. 26**  
Finalidad de la OPA vs. Finalidad de la regulación de la OPA.  
Los distintos criterios de “finalidad”



Elaboración: Propia

### 1.3 Principios o características internas de la OPA

Muchos son los factores, internos o externos, que han determinado la importancia y la difusión de la OPA como mecanismo de adquisición corporativa. No obstante, la doctrina ha destacado dos principios o características internas de esta figura que permiten diferenciarla de otros métodos de adquisición societaria, a saber: “la igualdad de condiciones o trato igualitario” y “la transparencia”.

No obstante, antes de iniciar la descripción de estos principios o características internas de la OPA, corresponde distinguirlos de los principios generales que inspiran el Mercado de Valores, pues, además de estar íntimamente ligados (los

primeros tienen su fuente en estos últimos), guardan denominaciones similares o iguales.

### 1.3.1 **Nota Aclaratoria: distinción con los Principios que regulan el Mercado de Valores**

Para los efectos de este trabajo, a continuación describiremos únicamente aquellos *principios generales* del Mercado de Valores que guardan relación directa con los principios o características internas de la OPA. Estos son:

- a) Principio de Protección al inversionista: Este principio general del Mercado de Valores, que sin duda es el de mayor trascendencia pues de él se desprenden los que veremos a continuación, es definido por la Organización Internacional de Comisiones de Valores ("IOSCO", por sus siglas en inglés) como aquél principio que permite que los inversores estén protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización por parte del intermediario de las instrucciones de los clientes en beneficio propio ("*front running*") y los abusos en el uso de los activos de dichos clientes<sup>311</sup>.

Como advierte PAYET, este tipo de actitudes y prácticas genera un resultado ineficiente en el mercado por dos razones. En primer lugar, hace que los agentes económicos tomen decisiones sobre la base de información incorrecta, lo cual genera una asignación ineficiente de los recursos. En

---

<sup>311</sup> ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES – IOSCO. *Objetivos y Principios para la regulación de los Mercados de Valores*. Septiembre, 1998, p. 6.

segundo lugar, hace que dichos agentes pierdan fe en el mercado y desconfíen entre ellos mismos, lo que los lleva a realizar costosas investigaciones para asegurarse de la veracidad de la información que se les ha proporcionado. En este sentido, dichas prácticas contribuyen a elevar los costos de transacción<sup>312</sup>. Asimismo, con relación a este segundo punto, el profesor Javier TAPIA HERMIDA suscribe que, más que el establecimiento de costos de investigación, dichas prácticas generan que los inversionistas se aparten del mercado de valores y, con ello, huirá el flujo de ahorro popular que es condición esencial para el funcionamiento de dicho mercado. Por ello, finaliza este autor, al inversor se le protege para que siga invirtiendo en valores, porque esta es la condición esencial para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación del mercado de valores<sup>313</sup>.

De esta manera, este principio protege al inversionista contra las actuaciones engañosas, de manipulación o fraudulentas de los agentes del mercado y no contra los riesgos propios de las operaciones en el mercado de valores, los mismos que deben ser asumidos por los propios inversionistas.

- b) Principio de Transparencia: El principio general de transparencia se refiere a que todos y cada uno de los agentes partícipes del mercado han de disponer, o tener disponibilidad, de una amplia información sobre las sociedades cuyos valores son negociados, sobre las emisiones de los valores

---

<sup>312</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas*. En: Compendio de Mercado de Valores. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales. 2011, p. 556.

<sup>313</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *Derecho del Mercado de Valores... Óp. cit.*, p. 25.

y sobre las operaciones de carácter especial que tengan lugar en el mercado de valores, como las OPAs<sup>314</sup>.

En esa línea, podemos destacar dos finalidades de este principio. Por un lado, como señala PAYET, permite que el inversionista cuente con los datos necesarios para adoptar una adecuada decisión de inversión o desinversión, reduciendo la asimetría informativa<sup>315</sup>. Y, por otro, como advierten ALIAGA y TORRES, es fundamental para lograr una eficiente asignación de recursos en el mercado de valores. Cuánto más transparente sea el mercado de valores, más eficiente será la asignación de recursos en el mismo porque se garantizará que las fuerzas de la oferta y la demanda se formen sobre la base de información relevante y que por ende los precios de equilibrio resultantes se acerquen a sus valores intrínsecos<sup>316</sup>.

Asimismo, se dice que para el cumplimiento de este principio la información debe ser divulgada en forma veraz, suficiente y oportuna. Así, se señala que la difusión no es veraz cuando la información es incorrecta, falsa o engañosa; no es suficiente cuando se omite algún hecho o dato de importancia; y, no es oportuna cuando la información se proporciona en forma tardía<sup>317</sup>.

---

<sup>314</sup> PICASSO SALINAS, Rafael y Alonso MIRANDA. *La adquisición indirecta de sociedades: una revisión del artículo 31° del Reglamento de OPA, a la luz de los principios que rigen el mercado de valores*. En: *Advocatus* 9. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. 2003, p. 333.

<sup>315</sup> *Ídem.*, p. 555.

<sup>316</sup> ALIAGA FARFÁN, Jeanette y Fiorella TORRES TEJADA. *Óp. cit.*, p. 42. El criterio expuesto por estas autoras tiene su fundamento en la famosa tesis económica del profesor Eugene Fama denominada “Hipótesis de los Mercados de Valores Eficientes” (*Efficient Capital Markets Hypothesis*). Para mayor información véase FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*. En: *Journal of Finance*, volume 25, pp. 383-417.

<sup>317</sup> PAYET PUCCIO, José Antonio. *El Mercado de Valores y la Protección...* *Óp. cit.*, p. 553.

- c) Principio de Trato Igualitario: Con este principio general del Mercado de Valores se trata de garantizar que los inversores inmersos en una determinada operación o afectados por una actuación en el mercado sean tratados por igual, evitando ventajas para determinados participantes frente al resto de ellos. Básicamente, estamos ante un deber para los agentes económicos de realizar actuaciones discriminatorias sin justa causa. Su finalidad principal es, por ello, garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores, ya que las desigualdades de trato entre los inversores podrían eliminar la credibilidad necesaria en este mercado y por tanto comprometer el financiamiento de las empresas.

Ejemplos de este principio son: el deber del emisor de otorgar la misma información a todos accionistas, sin generar discriminación entre ellos; o el deber del intermediario de dar un trato igualitario a todos sus clientes, sin favorecer a unos sobre otros.

En esa misma línea, ARATA manifiesta que por este principio, todos los inversionistas participantes del mercado de valores deben tener igualdad de oportunidades para acceder a las oportunidades de inversión, a los servicios prestados, etc., lógicamente, dentro de determinados límites<sup>318</sup>.

Finalmente, como señala alguna doctrina<sup>319</sup>, por los intereses en juego y la finalidad que se persigue, este principio general del Mercado de Valores es

---

<sup>318</sup> ARATA DELGADO, Carlos. *CONASEV y Protección al Inversionista: Límites en el rol del Regulador*. En: Compendio de Mercado de Valores. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales. 2011, p. 483.

<sup>319</sup> VICENT CHULIÁ, Francisco. *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*. Tercera edición. Barcelona: José M. Bosch, Editor. 1990, pp. 381-382.

entendido como una extensión del principio general de protección al inversionista.

### 1.3.2 Primer Principio de la OPA: *La igualdad de condiciones o trato igualitario*

El concepto de OPA que hemos esbozado nos permite entender este principio o característica interna. Y es que la “generalidad” de la OPA (entiéndase como la capacidad de dirigirse a todos los accionistas de la sociedad objetivo mediante una “oferta pública”) determina que los términos y condiciones de la oferta sean los mismos para todos los accionistas destinatarios de la OPA (p.e., contraprestación ofrecida, plazo de aceptación, etc.). Así, el oferente no puede discriminar a ciertos accionistas, ni establecer un trato diferenciado con relación a los beneficios impuestos en la oferta. La OPA, como oferta pública, es “general” y, por tanto, es igual para todos los accionistas.

Puede apreciarse, pues, que esta característica inherente a la OPA otorga a este mecanismo una ventaja sobre otros medios de adquisición societaria (como, por ejemplo, las denominadas compras en el mercado abierto): una igualdad en las condiciones de la oferta.

De esta manera, se advierte que “la igualdad de condiciones” entre los accionistas tiene un carácter operativo, pues se produce únicamente “dentro” del procedimiento de la OPA y que dicho principio o característica es inherente a este mecanismo, en tanto se formule de forma “general”. Ello, sin perjuicio que

regulatoriamente se establezca la obligación de no realizar tratos diferenciados entre los accionistas dentro de una OPA.

Asimismo, este principio o característica intrínseca de la OPA ha sido destacado por la doctrina nacional y extranjera. En efecto, como prescribe Miguel TORRES MÉNDEZ, toda OPA lleva implícita la igualdad de trato, porque este principio es un elemento esencial y natural de la misma<sup>320</sup>. Por su parte, el autor Fernando ZUNZUNEGUI indica que -desde un punto de vista de política bursátil- la OPA tiene interés porque permite dar a todos los accionistas el mismo trato<sup>321</sup>, mientras que el profesor Jaime ZURITA sostiene que la OPA presenta, frente a la adquisición sucesiva de títulos (*ramassage*), la ventaja de ofrecer un trato igual a todos los accionistas<sup>322</sup>.

Cabe precisar, finalmente, que si bien este principio o característica interna de la OPA presenta la misma denominación que el principio general del Mercado de Valores previamente descrito, no es el mismo. Su única -y evidente- relación es que el principio de la OPA tiene su origen o fundamento en el citado principio del Mercado de Valores. Más allá de ello, sólo existe entre ambos una situación de “género-especie”, en donde el principio general del Mercado de Valores es el género y el principio de la OPA, la especie. Así lo manifiesta el profesor Alberto TAPIA HERMIDA:

---

<sup>320</sup> TORRES MÉNDEZ, Miguel. *Óp. cit.*, p. 155.

<sup>321</sup> ZUNZUNEGUI, Fernando. *Óp. cit.*, p. 318.

<sup>322</sup> ZURITA SAÉNZ DE NAVARRETE, Jaime. *Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico...* *Óp. cit.*, p. 30.

El carácter público de la OPA hace que los múltiples contratos de compraventa, de permuta o mixtos a que da lugar no existan atomizados, sino que respondan a una causa única, que consiste en garantizar la igualdad de trato de los accionistas de la sociedad afectada. Este principio de carácter operativo tiene como necesario antecedente la igualdad de trato informativo<sup>323</sup>.

### 1.3.3 Segundo Principio de la OPA: *Transparencia*

Al igual que el principio de igualdad de condiciones o trato igualitario previamente descrito, el segundo principio o característica interna de la OPA guarda -además de la misma denominación- una relación “género-especie” con otro de los principios generales del Mercado de Valores. Nos referimos, pues, al principio de transparencia de las OPAs.

En efecto, si bien hemos indicado el tipo de información (básicamente, general) y la importancia de su divulgación para los inversionistas en el Mercado de Valores (Principio general de Transparencia); las implicancias y efectos que recaen sobre los accionistas destinatarios de una OPA hacen que la información difundida en este tipo de operaciones presente características especiales y, en ese sentido, que sea mayor la necesidad de informar<sup>324</sup>.

Específicamente, podemos señalar que la información que se difunde en una OPA está relacionada con: el oferente y su grupo económico, la contraprestación a pagarse por los valores materia de la oferta, el número de valores que el oferente se compromete a adquirir, la finalidad perseguida con la adquisición, los planes

---

<sup>323</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. *Contenido del Folleto. Introducción: La importancia de la información en las OPAs*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico... Óp. cit.*, p. 399.

<sup>324</sup> Así lo manifiesta TAPIA HERMIDA, quien sostiene que este principio de información o transparencia se proyecta con especial intensidad en el ámbito de las OPAs. *Cfr. Ídem.*, p. 397.

respecto de la sociedad objetivo, entre otros. De ello, puede deducirse que esta información es inherente a cualquier proceso de OPA, pues, de no ser divulgada, el oferente difícilmente obtendrá las aceptaciones necesarias para cumplir con su objetivo (adquirir el control). Efectivamente, si los accionistas destinatarios no cuentan con información como la descrita (la misma que, siguiendo el principio de trato igualitario de las OPAs, debe ser la misma para todos los destinatarios) ellos no tendrán el incentivo de aceptar la oferta y, con ello, liquidar su inversión. De ahí el sentido de considerar a esta clase de información como un principio o característica inherente de la OPA.

Así, puede resumirse que la información a ser divulgada en una OPA tiene importancia por dos situaciones. En primer lugar, porque la información suministrada por el oferente –principalmente a través del folleto o prospecto informativo- ha de permitir que las múltiples aceptaciones de los accionistas sean realizadas con un consentimiento válido y no viciado ni por el error del aceptante, ni, desde luego, por el dolo del oferente<sup>325</sup> (importancia contractual). Y, en segundo lugar, porque permite que los accionistas de la sociedad afectada puedan tener toda la información necesaria para fundamentar su decisión de permanecer o no en la sociedad y evaluar las consecuencias de esta decisión<sup>326</sup> (importancia en reducción de asimetría informativa).

Alberto REBAZA resume bien la importancia de este principio o característica interna de la OPA de la siguiente manera:

---

<sup>325</sup> *Ídem.*, p. 397.

<sup>326</sup> VALMAÑA OCHAÍTA, María. *El Folleto de la OPA*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAS... Óp. cit.*, p. 349-350.

En el caso de las OPAs, la necesidad de transparencia e información es mucho mayor, al acentuarse la asimetría de información entre los actores que participan en las compras de empresas (...) Sin la debida transparencia le resultaría difícil a un potencial comprador ofrecer una suma razonable y a los accionistas destinatarios decidir si les conviene vender o no<sup>327</sup>.

## 1.4 Modalidades de OPA

La literatura es generosa al momento de clasificar las diversas modalidades de OPAs. Por dicho motivo, no siendo nuestra intención abarcar todas las posibles clasificaciones de esta figura, apuntaremos sólo a los criterios de clasificación que, vistos a la luz de los distintos tratamientos legislativos que ha recibido la OPA, son los más relevantes desde nuestro punto vista.

### 1.4.1 Por su reglamentación<sup>328</sup>

Un primer criterio de clasificación se refiere a la forma de establecer los términos y el propio procedimiento de la OPA, prescindiendo de si se formula de manera voluntaria u obligatoria:

- a) OPAs reglamentadas: en donde la ley determina y fija todos o algunos términos y/o condiciones de la oferta, y establece un procedimiento determinado a los oferentes. Así, el oferente sólo puede fijar sus condiciones dentro de los límites fijados por la regulación. La razón de reglamentar la OPA se debió a que la práctica inicial demostró que en varias oportunidades se venía afectando el buen funcionamiento del mercado de valores y de sus

---

<sup>327</sup> REBAZA, Alfonso. *Óp. cit.*, p. 100.

<sup>328</sup> Para mayor abundamiento de esta clasificación véase SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 105 y ss.

principios, a través de prácticas negativas<sup>329</sup> como las compras paralelas de acciones en el mercado abierto, las ofertas parciales sin prorrateo, las OPAs a dos tramos, tratos desiguales entre accionistas destinatarios de la oferta y la falta de información y tiempo para la aceptación<sup>330</sup>. Todo lo cual provocaba una presión a los accionistas a vender sus acciones, lo que les impedía tomar una decisión pausada y racional sobre su inversión<sup>331</sup>.

---

<sup>329</sup> Para un estudio detallado sobre los principales casos europeos y estadounidenses de los años sesenta que hicieron notar la necesidad de reglamentar la OPA debido a los abusos y maniobras fraudulentas cometidos por los oferentes y/o la sociedad objetivo en contra de los accionistas minoritarios, véase RODRÍGUEZ SASTRE, Antonio. *La Oferta Pública de Adquisición de Valores (OPA)*. En: Revista Española de Financiación y Contabilidad, volumen 4, N° 11, 1975, pp. 19-96.

<sup>330</sup> La misma preocupación es descrita por el profesor Fernando Sánchez Calero quien sostiene que la práctica inicial de las OPAs como técnica de adquisición de sociedades preocupó a las autoridades de las bolsas de distintos países. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Introducción*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico...Óp. cit.*, p. 12.

<sup>331</sup> Es preciso tomar en consideración lo manifestado por Anna María Sala, quien sostiene sobre este tema que: *"En efecto, las OPAs eran una técnica de adquisición de acciones que discurrían al margen de la concentración ordinaria y que además ofrecían un precio superior al que podía obtenerse en Bolsa por unos mismos valores. Este hecho provocaba, por una parte, el quebrantamiento del principio de concentración pues suponía la creación de un mercado paralelo al oficial donde podían adquirirse valores; además significaba también la imposibilidad de igualdad de trato entre inversores del mismo tipo, en cuanto se ofrecían distintos precios por valores de igual naturaleza; y, finalmente, la imposibilidad de que las autoridades encargadas de ese mercado pudieran controlar la regularidad de las operaciones realizadas fuera de él. Además estas ofertas eran públicas lo que implicaba, entre otras cosas, que su contenido estaba previamente establecido por una de las partes, en esta ocasión, el oferente-comprador, y que el inversor, si quería vender, se veía forzado a aceptar esas condiciones sin la posibilidad de negociar. La doctrina identificó en el contrato que surgía de esa oferta una parte 'fuerte' -el comprador que tenía mayor conocimiento del objeto y que imponía las condiciones de venta- y una parte 'débil'-el vendedor, que acostumbraba ser un inversor no especializado, y si quería vender, debía adherirse a las condiciones impuestas. Por otra parte, al ser la oferta pública una manifestación unilateral, era una oferta revocable, salvo pacto en contrario, lo que perjudicaba enormemente el funcionamiento del mercado de valores, ya que el tráfico bursátil exigía que las transacciones que se realizan en él siguieran los principios tradicionales de seguridad y certeza de modo que, una vez realizadas tales manifestaciones, las partes no pudieran modificarlas y quedaran ambas vinculadas a las posiciones que manifestaron. Su carácter público también significaba que se dirigía a una pluralidad de personas. Así, para que se respetase el principio de igualdad exigido en el mercado de valores era necesario que la oferta llegase a todos los inversores de la misma forma, en el mismo tiempo y con la misma participación. Estas características, además de imposibilitar el cumplimiento del principio de igualdad en el mercado de valores, provocaban una presión a los accionistas a vender sus acciones, lo que les impedía tomar una decisión pausada y racional sobre su inversión"*. SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 108-110.

- b) OPAs no reglamentadas: en donde es el propio oferente quien establece todos los términos, condiciones e, incluso, el procedimiento de la OPA, al no existir norma que fije ello.

#### 1.4.2 Por su obligatoriedad

- a) OPAs obligatorias: son las que debe formular el oferente, con o sin el concurso de su voluntad, por el simple hecho de incurrir en determinados supuestos de hecho previstos por la ley<sup>332</sup>. En la actualidad, el supuesto de hecho que genera la obligación se vincula preferentemente a un cambio y/o al reforzamiento de control en la sociedad objetivo<sup>333</sup>. Las OPAs obligatorias suponen, en cualquier caso, una limitación a la autonomía de la voluntad para realizar ciertos actos, ya que imponen un mecanismo especial de contratación. Esto es, una persona es libre de decidir si quiere adquirir una sociedad o no, pero si libremente decide hacerlo sólo podrá conseguirlo por medio de una OPA<sup>334</sup>.
- b) OPAs voluntarias: en sentido contrario, una OPA será voluntaria cuando su formulación no venga exigida por la ley, sino presentada voluntariamente por una persona que pretende adquirir públicamente acciones de una sociedad<sup>335</sup>.

---

<sup>332</sup> IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier. *Óp. cit.*, p. 274.

<sup>333</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAs... Óp. cit.*, p. 29.

<sup>334</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 111.

<sup>335</sup> *Ibidem*. En ese mismo sentido, véase BONELL, Ramón. *Óp. cit.*, p. 88; RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAs... Loc.*

### 1.4.3 Por su finalidad

En los países que presentan un sistema de OPA obligatoria, se pueden imponer diferentes clases de OPA, atendiendo a la finalidad que estas regulaciones pretendan otorgar a esta figura.

- a) OPAs obligatorias ordinarias: también conocidas como “OPAs de control”, son aquellas OPAs obligatorias cuya finalidad es la toma o aumento de control de una sociedad cotizada<sup>336</sup>.
- b) OPAs obligatorias residuales: también conocidas como “OPAs obligatorias con finalidades específicas” o “por causas distintas a las tomas de control”, son aquellas cuya finalidad es producir un hecho distinto a una toma o aumento de control. En ese sentido, al hablar de OPA residual nos referimos a un “cajón de sastre” en el que caben todas las OPAs obligatorias cuya causa es distinta a la de las OPAs de control<sup>337</sup>.

Así tenemos, por ejemplo, las denominadas “OPAs de Exclusión” y las “OPAs de Reducción de Capital”<sup>338</sup>. En el primer caso, la OPA tiene la finalidad de excluir de la negociación bursátil a las acciones de la sociedad; mientras en el

---

*cit.*

<sup>336</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 112.

<sup>337</sup> *Ibidem.*

<sup>338</sup> En ese sentido, TAPIA HERMIDA, Alberto J. *Reducción de Capital mediante adquisición de acciones propias*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico... Óp. cit.*, p. 236.

segundo caso la finalidad de la OPA es adquirir las acciones propias para amortizarlas y con ello reducir el capital social<sup>339</sup>.

#### 1.4.4 Por su extensión

En este caso la OPA se dirige a todos los tenedores de valores de la sociedad objetivo, pero con las siguientes salvedades:

- a) OPA parcial: en este caso el oferente establece un número máximo de valores que se compromete a adquirir mediante la OPA<sup>340</sup>.
- b) OPA total: en este caso no existe un límite para la adquisición de valores, dirigiéndose la oferta a la totalidad de valores con derecho a voto de la sociedad objetivo<sup>341</sup>.

#### 1.4.5 Por el momento de su formulación

- a) OPA previa o a priori: cuando la OPA es el método o mecanismo utilizado para adquirir el control de una sociedad<sup>342</sup>. En otras palabras, cuando la formulación de la OPA se realiza de manera previa a la adquisición del control de una sociedad<sup>343</sup>. Como se aprecia, la formulación de una OPA previa o a

---

<sup>339</sup> Para mayor información sobre cada una de estos dos tipos de OPA obligatoria residual véase BONELL, Ramón. *Óp. cit.*, pp. 86-88 y 89-99.

<sup>340</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 35.

<sup>341</sup> *Ibidem*.

<sup>342</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, Carmen ALONSO LEDESMA e Isabel RODRÍGUEZ. *OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias*. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). Régimen Jurídico de las Ofertas... *Óp. cit.*, p. 166.

<sup>343</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.*

*priori* implica la intención del oferente de adquirir el control de una sociedad mediante dicho mecanismo. En los casos de sistemas que imponen la OPA obligatoria y previa, aquella persona que “pretenda” adquirir el control de una sociedad cotizada deberá formular previamente una OPA. Se dice, por tanto, que en este último caso nos encontramos ante la existencia de un “elemento subjetivo” o “volitivo” en la determinación de la OPA previa (la intención)<sup>344</sup>.

- b) OPA posterior o a posteriori: en sentido contrario, estaremos ante una OPA posterior cuando la OPA se realiza como consecuencia de haberse producido la adquisición de control de la *target*. En este caso existe un “elemento objetivo” que determina la formulación de la OPA, que en muchas legislaciones que imponen un sistema de OPA obligatoria se ha establecido mediante la adquisición de un porcentaje del capital social de la *target* (conocido también como “participación significativa”)

#### 1.4.6 Por la posición que adopta el órgano de administración de la *target*

- a) OPA hostil<sup>345</sup>: cuando los administradores y/o los accionistas que detentan el control efectivo (sin contar con la mayoría de acciones) de la sociedad objetivo se niegan a aceptar la oferta, seguida de la insistencia de los oferentes. Las OPAs hostiles se convierten en una carrera desenfrenada de

---

<sup>344</sup> SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *El Mercado de Valores en el Perú*. Segunda edición. Lima: Editorial Cuzco, 2002, p. 359.

<sup>345</sup> Para un acercamiento a la doctrina de las OPAs hostiles véase GAUGHAN, Patrick A. *Óp. cit.*, pp. 169-282; MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Óp. cit.* pp. 107-160. En nuestro medio, véanse los trabajos de PAYET PUCCIO, José Antonio. *OPA's hostiles... Óp. cit.*, pp. 107-127; TORRES, Narghis. *¿El fin justifica los medios? Las OPAs hostiles y su regulación*. En: *Advocatus* 5. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 221-226.

los administradores por conservar sus puestos de trabajo<sup>346</sup> y de la sociedad oferente por convencer a todo accionista prometiéndole todo lo que es posible<sup>347</sup>.

- b) OPA amistosa: en esta modalidad de OPA la administración de las sociedades afectadas se encuentran de acuerdo en llevar a término la oferta realizada. Está claro que este es el tipo menos traumático, al menos a los ojos del público, porque puertas adentro las negociaciones suelen ser duras, largas, y llevan produciéndose normalmente desde bastante antes de la realización de la OPA<sup>348</sup>.

#### 1.4.7 Por el tipo de contraprestación ofrecida

- a) OPA con contraprestación en efectivo: cuando el oferente se compromete a pagar por todos los valores con derecho a voto de la sociedad objetivo con dinero efectivo<sup>349</sup>.
- b) OPA con contraprestación en valores: cuando el oferente se compromete a canjear todos los valores objeto de la oferta por otros valores, sean del propio

---

<sup>346</sup> Recordemos que la práctica ha demostrado que en la mayoría de los casos el adquirente, una vez obtenido el control de la sociedad objetivo, procederá a cambiar a la administración ineficiente por una nueva. Para mayor información véase el punto 2.2 del capítulo I de este trabajo, p. 72 y ss.

<sup>347</sup> ESCUDERO PRADO, María Eugenia y otros. *Óp.cit.*, p. 120.

<sup>348</sup> *Ibidem*.

<sup>349</sup> ANSELIN ÁVILA, Ericka y Javier DE LA CHICA DÍAZ. *Ofertas Públicas de Adquisición: Un análisis de cinco OPAS en España*. 2005, p. 2.

oferente o de otras sociedades<sup>350</sup>, pudiendo estos valores estar en circulación o ser de futura emisión<sup>351</sup>.

- c) OPA con contraprestación Mixta: cuando se ofrece un precio que se materializa parcialmente en efectivo y parcialmente en otros valores<sup>352</sup>.



---

<sup>350</sup> *Ibidem.*

<sup>351</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.*

<sup>352</sup> ANSELIN ÁVILA, Ericka y Javier DE LA CHICA DÍAZ. *Loc. cit.*

## 2. La regulación de la OPA: Aspectos generales

A efectos de iniciar la descripción de los principales sistemas regulatorios que sobre la OPA se han desarrollado, corresponde previamente informar cuáles fueron los hechos desencadenantes de dichos sistemas, así como los principales argumentos que la doctrina jurídica y la literatura económico-financiera han sostenido para proceder a regular o no regular esta figura.

### 2.1 La regulación y la No regulación de la OPA

Como se ha señalado, las tomas de control realizadas mediante OPAs se originaron en los Estados Unidos y el Reino Unido, países donde tuvieron su primer apogeo durante las décadas de los años cincuenta y sesenta. Es durante esos años que la elección de la técnica utilizada para adquirir el control, así como las condiciones y el procedimiento correspondía al oferente ya que no existía ninguna restricción o límite legal al respecto<sup>353</sup> (podríamos decir que estaban ante un supuesto de “OPA voluntaria no reglamentada”, según nuestra clasificación precedente -o reglamentada deficientemente). Fue así que en dicho período, tanto la práctica como la doctrina denunciaron irregularidades llevadas a cabo en las OPAs desarrolladas en aquellos años, fundamentalmente porque producían perjuicios a los accionistas destinatarios de la oferta y al mercado en general<sup>354</sup>. Asimismo, las denuncias también vinieron ante supuestos de tomas de control realizadas por medio de cesiones de control<sup>355</sup>, en donde se entendía que éstas

---

<sup>353</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 44-45.

<sup>354</sup> Sobre dichos perjuicios véase el punto 1.4.1 del Capítulo II de este trabajo (sobre la OPA No reglamentada), p. 156 y ss. y *supra* nota 331.

<sup>355</sup> Para mayor información sobre las “cesiones de control” véase el punto 1.2.2 del Capítulo I de

“*en sí mismas*” perjudicaban a los accionistas minoritarios de las sociedades objeto de toma de control, por imposibilitar su participación en el reparto de la prima de control que, generalmente, se pagaba por ese traspaso<sup>356</sup>.

Con la aparición de estas críticas se abrió un debate en los Estados Unidos (que posteriormente se trasladó a Europa), cuyo tema central estuvo en determinar si las OPAs (y, en general, las tomas de control) producían -o no- efectos negativos sobre los accionistas minoritarios de la sociedad afectada y, por tanto y respectivamente, si debía intervenir o regularse el mercado de control societario con el objeto de proteger los intereses de los accionistas destinatarios de la oferta, así como el funcionamiento correcto del mismo; o, por el contrario, debía primarse la libertad del ofertante en el desarrollo de la adquisición societaria<sup>357</sup>.

Siendo ello así, a continuación resumimos los argumentos más importantes que los principales académicos sobre la materia han desarrollado para defender una postura a favor o en contra de la regulación de las OPAs<sup>358</sup>.

---

este trabajo (adquisición de acciones en el mercado abierto), p. 28 y *ss.*, y *supra* nota 39.

<sup>356</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Loc. cit.*; DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 32. En esa misma línea ya lo hacía notar MANNE, Henry G. *Óp. cit.*, p. 116.

<sup>357</sup> *Ibidem.*

<sup>358</sup> Basta decir, según nuestra investigación, que en el Perú la mayoría de autores nacionales (Cfr. POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 154; CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano? A propósito del nuevo Reglamento de OPA en el Perú*. En: *Ius et Veritas* 32. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2006. pp. 179-181; SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, pp. 393-394) al momento de describir los argumentos a favor y en contra de la regulación de OPAs se basaron en un trabajo del profesor Sergio Salinas (Cfr. SALINAS RIVAS, Sergio. *La regulación del mercado público de adquisición de control societario: el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú*. En: *Themis* 40. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2000. pp. 88-89), quien, de una manera clara y sucinta ha podido describir lo mejor de cada argumento. Nosotros, pues, mantenemos dicha línea descriptiva, aunque hemos tratado de precisar y/o complementar los argumentos expuestos por este autor.

### 2.1.1 Argumentos a favor

Son dos básicamente, cada uno con un matiz distinto respecto de cuál debe ser el nivel de regulación deseado (regulación material o regulación procedimental).

#### a) La protección al accionista minoritario:

Las razones para la protección del accionista minoritario ya han sido explicadas previamente: los accionistas controladores pueden diseñar y negociar directamente con el adquirente las condiciones de la transferencia de control a la medida de sus propios intereses y obtener directamente en su favor la prima de control<sup>359</sup>, perjudicando con ello a los accionistas minoritarios.

Este argumento se sustenta en dos posiciones doctrinales. La primera sostiene que el control es un “activo de la sociedad” (denominada *Corporate Asset Theory*<sup>360</sup>) por lo que la prima pagada en adquisiciones de control societario es una “oportunidad generada por la propia sociedad”, que le corresponde a ella, y no sólo para los que detentan el control. No obstante, vale decir que existe una versión ligeramente diferente de esta teoría (conocida como *Diversion of*

---

<sup>359</sup> Un resumen de este argumento y de otros beneficios para los accionistas minoritarios en caso de sociedades con accionariado disperso puede encontrarse en KRAAKMAN, Reiner y otros. *Óp. cit.*, pp. 252-256. Un argumento distinto sobre cómo la prima de control protege a los accionistas minoritarios es planteado por BURKART, Mike, Denis GROMB y Fausto PANUNZI. *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*. En: *The Journal of Political Economy*, volumen 106, N° 101, 1998, pp. 172-204.

<sup>360</sup> La Tesis del control como activo de la sociedad se debe a los profesores Berle y Means (*The Modern Corporation & Private Property*, 1932, pp. 244). Cfr. MANNE, Henry G. *Loc. cit.* Posteriormente la misma tesis fue desarrollada por Adolph Berle en dos artículos. Cfr. BERLE, Adolph. *Control in Corporate Law*. En: *58 Columbia Law Review*, 1958, p. 1212 y ss; BERLE, Adolph. *The Price of Power: Sale of Corporate Control*. En: *50 Cornell Law Quarterly*, 1965, p. 628 y ss.

*Collective Opportunity*<sup>361</sup>) que sostiene que el pago de la prima es una “oportunidad o ganancia que le corresponde a todos los accionistas”, y no exactamente a la sociedad, por lo que no puede ser aprovechada exclusivamente por uno o alguno de ellos<sup>362</sup>.

La segunda tesis, muy similar a la anterior<sup>363</sup>, parte de la premisa que, en tanto las cesiones de control perjudican a los accionistas por impedir un trato igual entre ellos, era necesario reconocer un derecho a la igualdad de oportunidades ante una toma de control. Por tanto, la regulación de la OPA responde a la necesidad de que los accionistas minoritarios participen de la prima de control en la misma proporción y condiciones que los controladores, y, asimismo, puedan liquidar su participación en la sociedad (por ello esta regla es denominada también “Regla de

---

<sup>361</sup> El autor de esta versión fue el profesor Robert Clark. Para mayor información véase CLARK, Robert. *Óp. cit.*, pp. 482-491. Los profesores Easterbrook y Fischel denominan a esta versión “*corporate opportunity*”. Cfr. EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. *Óp. cit.*, pp. 140-142. Un caso que suele comentarse con relación a esta tesis es *Perlman v. Feldmann* (1955). En este caso, el tribunal estimó que el presidente y accionista mayoritario de una sociedad (Feldmann) que vendió su participación a cambio de una importante prima (en relación al precio de mercado y al propio precio real o contable de las acciones) había violado los deberes fiduciarios que le correspondían frente a la sociedad y frente a los accionistas minoritarios, básicamente por haberse apropiado personalmente de una ganancia que solo podía justificarse por las favorables expectativas que la sociedad –una productora de acero- había venido a encontrarse como consecuencia de las fuertes restricciones del mercado derivadas de la guerra de Corea; en consecuencia, el tribunal ordenó que la prima obtenida por el accionista mayoritario fuese repartida con los accionistas minoritarios. Cita de GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, p. 85. Sobre este caso véase también EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. *Óp. cit.*, pp. 127-129; CLARK, Robert. *Óp. cit.*, p. 483.

<sup>362</sup> Esta última versión parece ser la tesis que los autores nacionales han tomado en consideración al momento de describir la “protección a los accionistas minoritarios” como argumento a favor de la regulación de OPAs. Véase *supra* nota 282. No obstante, en nuestro medio existe un trabajo que, escapando de los parámetros descriptivos seguidos por el profesor Salinas, deja claramente establecido que el control pertenece a todos los accionistas: “*el control es un bien que pertenece a todos los accionistas con derecho a voto, es decir, es un bien común*” y, por tanto, el pago que se haga por éste corresponde a todos los accionistas con derecho a voto. Cfr. GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. *Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición*. En: *Ius et Veritas* 41. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2010. p. 179.

<sup>363</sup> En ese sentido, EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. *Óp. cit.*, p. 127.

Igualdad de Oportunidades” o *Equal Opportunity Rule*<sup>364</sup>). El instrumento propuesto por esta tesis para conseguir la igualdad de oportunidades era instaurar la OPA obligatoria reglamentada como medio adecuado para adquirir el control de una sociedad, de modo que se garantizara la igualdad de condiciones a todos los accionistas<sup>365</sup>.

Como se aprecia, en las dos posiciones antes descritas los autores consideran que las tomas de control sólo pueden tener lugar cuando los propios accionistas deciden ese cambio y cuando todos pueden participar de la prima de control en condiciones de igualdad, pues de lo contrario las adquisiciones serán perjudiciales para los accionistas minoritarios. Por ello, abogan por una “regulación material” del mercado de control societario, esto es, una regulación que prohíba o limite en forma expresa las formas de adquirir el control, estableciendo cuál debe ser el medio idóneo de adquisición que permita la efectiva protección de los accionistas minoritarios. En este caso, la figura elegida ha sido la OPA obligatoria (la cual ha sido instituida por el modelo británico, conforme veremos más adelante).

b) La transparencia e integridad del Mercado de Valores:

---

<sup>364</sup> Esta regla fue descrita por el profesor William Andrews de la siguiente manera: “*Whenever a controlling stockholder sells his shares, every other holder of shares (of the same class) is entitled to have an equal opportunity to sell his shares, or a prorated part of them, on substantially the same terms. Or (...) before a controlling stockholder may sell his shares to an outsider he must assure his fellow stockholders an equal opportunity to sell their shares, or as high a proportion of theirs as he ultimately sells of his own*”. Cfr. ANDREWS, William. *The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*. En: Harvard Law Review, volumen 78, 1965, p. 515. Cita obtenida de CLARK, Robert. *Óp. cit.*, pp. 494-495. Los profesores Frank Easterbrook y Daniel Fischel indican que esta regla también fue propuesta por el profesor Richard Jennings en un artículo del año 1956 (“*Trading in the Corporate Law*”). Cfr. EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHEL. *Óp. cit.*, p. 127.

<sup>365</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 49.

Una segunda línea de argumentación a favor de la regulación de las OPAs acepta que el mercado de control puede producir beneficios para los accionistas, siempre que dicho mercado funcione correctamente<sup>366</sup>. Por ello no limitan las formas en que puede procederse a adquirir el control, sino que propugnan una regulación adecuada que permita asegurar las condiciones necesarias para que este mercado pueda desarrollarse de manera transparente e íntegra<sup>367</sup>, dejando en el adquirente la decisión respecto de cuál es el mecanismo de adquisición que más le conviene.

Así, esta doctrina identificó y denunció que en un inicio las OPAs, al ser una figura “no reglamentada” o con un importante vacío normativo<sup>368</sup>, producían dos problemas fundamentales que afectaban el mercado<sup>369</sup>. Por un lado, la asimetría de información entre los adquirentes y accionistas minoritarios; y, por otro lado, la

---

<sup>366</sup> Citando a Ana María Sala, pocos son los autores que han desarrollado esta teoría. Sin embargo, causa curiosidad que sea ésta precisamente la opción que las autoridades legislativas estadounidenses hayan incorporado al momento de establecer la regulación federal sobre tomas de control en los Estados Unidos (*Williams Act* de 1968), como detallaremos más adelante. *Cfr. Ídem*, p. 46.

<sup>367</sup> Para una revisión de los conceptos de Integridad y Transparencia en el Mercado de Valores a la luz de la regulación peruana véase ALIAGA FARFÁN, Jeanette y Fiorella TORRES TEJADA. *Óp. cit.*, pp. 39-54. Asimismo, para una revisión de la regulación sobre Transparencia (*Disclosure*) para el caso de M&A's a nivel estadounidense, puede revisarse el estudio de UCCELLINI, Anthony. *The effect of disclosure regulation on M&A activity: Evidence from the Over-The-Counter Market*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Fellows Discussion Paper N° 10, 2007, 31 pp.

<sup>368</sup> *Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. La OPA... Óp. cit.*, p. 69.

<sup>369</sup> A estos problemas ya nos hemos referido al hablar sobre los problemas que generó la OPA No reglamentada. Véase el punto 1.4.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 156 y *ss.*, y *supra* nota 331. No obstante, podemos citar algunas tácticas que fueron utilizadas habitualmente por los oferentes en perjuicio de los minoritarios: (i) ofertas en donde el promotor limitaba y dosificaba voluntariamente y según su propia conveniencia la información que divulgaba; (ii) el sometimiento del exceso de aceptaciones a un criterio puramente temporal (de tal forma que los accionistas que demorasen su decisión se arriesgaban a ver sus títulos rechazados si el oferente había ya alcanzado la participación deseada); (iii) el ofrecimiento de condiciones diversas a distintos grupos de accionistas; (iv) la exigencia de una aceptación irrevocable por parte de los accionistas (que perdían así todo poder de disposición sobre sus valores durante largos períodos de tiempo); (v) la fijación de brevísimos plazos de aceptación; (vi) la exclusión de quienes ya habían aceptado de mejoras en las condiciones de la oferta. *Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. La OPA... Óp. cit.*, pp. 69-70.

presión que sufrían los accionistas al tener que vender sus acciones ante una oferta cuyas condiciones, muchas veces desiguales, son impuestas unilateralmente por el oferente.

De esta manera, esta tesis se sustenta en la idea de que el correcto funcionamiento del Mercado de Valores requiere de la existencia de información suficiente para que los inversionistas tomen decisiones adecuadamente informados y sin presiones; y, siendo las adquisiciones de sociedades cotizadas operaciones propias del Mercado de Valores, les resulta también de aplicación este principio<sup>370</sup>.

En ese sentido, sostienen que la regulación OPA debe permitir que todos los inversores participen de la misma manera, sin presiones en la venta de sus acciones<sup>371</sup> y con información que asegure que los accionistas puedan tomar una decisión pausada y racional<sup>372</sup>. Ello, principalmente a través de la imposición al adquirente de obligaciones de divulgación de información respecto de aspectos relevantes de la transacción. A su vez, dicha imposición reducirá el costo para los accionistas minoritarios de obtener información relevante en el mercado, promoviendo una mayor eficiencia en la asignación de recursos y desincentivando al mismo tiempo la realización de prácticas abusivas en su contra<sup>373</sup>.

Dicho esto, puede concluirse que esta segunda tesis pretende establecer una “regulación procedimental” del mercado de control societario: se trata

---

<sup>370</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *La regulación del mercado público... Óp. cit.*, p. 88.

<sup>371</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 55.

<sup>372</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Loc. cit.*

<sup>373</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *La regulación del mercado público... Loc. cit.*

simplemente de exigir la información necesaria, de establecer el contenido básico de las ofertas formuladas públicamente que permita un trato igual *dentro* del proceso de oferta (esto es, una OPA voluntaria reglamentada)<sup>374</sup> y de dejar en manos del posible adquirente la decisión sobre cuál debe ser el mecanismo de adquisición más beneficioso y eficiente según sus intereses. *A contrario sensu*, la regulación material -vista precedentemente- es aquella que pretende determinar o imponer cuál debe ser la forma de contratar cuando se adquiere el control de una sociedad anónima (vale decir, una OPA obligatoria reglamentada)<sup>375</sup>.

Basta señalar, finalmente, que esta posición ha sido adoptada y desarrollada legislativamente por el modelo estadounidense, conforme veremos más adelante.

### 2.1.2 Argumentos en contra

En este caso, un sector de académicos -con argumentos provenientes del Análisis Económico del Derecho- niega rotundamente la necesidad de cualquier regulación de la OPA; más aún, consideran sumamente perjudicial cualquier intervención por parte del legislador, ya sea en forma procedimental o material.

No obstante, es preciso destacar que algunos de estos argumentos han sido (y son) adoptados por autores y legislaciones estatales<sup>376</sup>, quienes sólo consideran

---

<sup>374</sup> Así es como se justifica la regulación sobre el mercado de control societario que rige en los Estados Unidos desde 1968 en la *Williams Act*, cuyo estudio se pospone al punto 2.2.2 del presente capítulo.

<sup>375</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Loc. cit.*

<sup>376</sup> El ejemplo más resaltante es el caso de la regulación estadounidense (así como de algunos autores) quienes, siendo conscientes de la necesidad de una regulación de OPAs únicamente en el ámbito de su procedimiento, consideran necesaria la libertad de elección que debe tener el adquirente respecto del método de adquisición societaria. En estos casos, la búsqueda de una

adecuada una “regulación procedimental” de las OPAs, negando la imposición legal de un sistema obligatorio de esta figura para toda adquisición societaria. En ese sentido, utilizan estos argumentos para descartar la imposición del sistema de OPA obligatorio (regulación material).

a) La prima de control corresponde al accionista controlador<sup>377</sup>:

Esta tesis considera que el control no le pertenece ni a la sociedad ni a todos los accionistas en conjunto, sino únicamente al accionista controlador, por lo que tiene el derecho de percibir toda la prima de control pagada por el adquirente. Tres son los argumentos que sustentan ello.

El primero establece que al ser los accionistas controladores quienes ostentan la capacidad real de ejercer el control de la empresa, son los únicos que pueden transferirlo. Si la regulación OPA obligase a que la prima de control sea pagada a quienes no lo ostentan y no lo pueden transferir, estaría persiguiendo algo económicamente absurdo. Los minoritarios no pueden vender un control que no tienen y, por tanto, no están legitimados para recibir el pago por una transferencia que no pueden realizar<sup>378</sup>.

El segundo argumento señala que la prima de control le corresponde al controlador debido fundamentalmente a que en algún momento dicho accionista

---

regulación procedimental y no material de las OPAs tiene sustento en la concepción que se tiene del mercado de control societario: es bueno en sí mismo y no afecta ni perjudica a los accionistas destinatarios de la oferta, más bien, se busca la transparencia e integridad del mercado de valores.

<sup>377</sup> Para mayor profundización sobre este argumento véanse GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, pp. 167-197; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. *Óp. cit.*, pp. 109 y ss.

<sup>378</sup> GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. *Óp. cit.*, p. 180.

debió: (i) aportar más que los accionistas fundadores; o (ii) pagar una prima al grupo que ostentaba el control de la sociedad en el momento de adquirir su paquete accionario. Se preguntan entonces, ¿por qué se debe obligar a quien pagó una prima de control compartirla con aquellos que jamás pagaron por ella?<sup>379</sup>. Señalan entonces que un sistema de OPA obligatorio podría ser calificado de “injusto”, pues la persona que desea obtener participación significativa tiene que pagar el cien por ciento de la prima a todos los accionistas que deseen venderle. Sin embargo, ese mismo accionista, al momento de vender, no puede recibir el cien por ciento de la prima que el nuevo adquirente ofrezca. Ocurre exactamente lo contrario con los accionistas minoritarios: compran sin pagar prima de control pero venden recibiendo dicha prima. No existe proporcionalidad. Una regulación que propugne la OPA obligatoria generaría una situación injusta<sup>380</sup>.

Por último, un tercer argumento señala que la prima de control les corresponde a los accionistas controladores, en tanto ésta se considera una remuneración por las funciones propias que han desempeñado en la sociedad<sup>381</sup>. En efecto, siendo las funciones propias de los accionistas controladores intervenir en la sociedad con el claro propósito de participar activamente en la dirección y administración y de ejercitar, por consiguiente, el poder económico de la propia empresa (a diferencia de los accionistas minoritarios, quienes -por su propia voluntad- son inversionistas pasivos que no se involucran en la política social), se dice que se hace evidente y puede comprenderse la facultad que tendrían los controladores

---

<sup>379</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 180. En ese mismo sentido, SALINAS RIVAS, Sergio. *La regulación del mercado público...* *Óp. cit.*, p. 89.

<sup>380</sup> GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. *Loc. cit.*

<sup>381</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, pp. 188-197.

de percibir una remuneración mayor a la de los accionistas minoritarios<sup>382</sup>. Asimismo, debe tenerse presente la diversidad de riesgos existente entre accionistas controladores y minoritarios: la función activa de los primeros (de gestión, dada la mayor inversión efectuada) denota el mayor grado de riesgo y, teniendo en cuenta que a mayor riesgo mayor rentabilidad, se justifica el pago de la prima de control a favor de los controladores. Finalmente, basta pensar en los costos que genera llevar adelante la gestión de una sociedad (gastos de información, de estudio, de oportunidad, etc.) y en los que no incurren los accionistas minoritarios<sup>383</sup>.

b) Aumento de costos de transacción<sup>384</sup>:

Se señala que las OPAs, y en general cualquier mecanismo de adquisición societario, genera beneficios tanto para los accionistas como para los accionistas en general<sup>385</sup>, ya que disminuyen el número de sociedades en crisis, aumentan la

---

<sup>382</sup> *Ídem*, p. 191.

<sup>383</sup> *Ídem*, pp. 192-193.

<sup>384</sup> Este argumento nace a partir de los estudios llevados a cabo respecto de los costos que ha supuesto la regulación de OPAs en los Estados Unidos. Los principales autores de esta postura son MANNE, Henry G. *Óp. cit.*, p. 119 (desde la óptica de la Teoría del Mercado de Control Societario); EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. *Óp. cit.*, pp. 171 y ss.; POSNER, Richard. *Óp. cit.*, pp. 391-392. Este argumento también es seguido por autores españoles, quienes han analizado el problema de costos que genera su regulación OPAs (fuente de nuestra regulación). *Cfr.* ARRUÑADA, Benito. *Critica a la regulación de OPA's*. En: Revista de Derecho Mercantil N° 203/204. Madrid. pp. 29-67; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, pp. 241 y ss. En un reciente estudio, los profesores Paul Davies y Klaus Hopt han manifestado que los costos de una regulación obligatoria de OPAs (denominada en inglés "Mandatory Bid Rule") son claramente manifiestos cuando existe un accionista controlador que vende su participación (esto es, en sociedades de accionariado concentrado, como en el caso peruano), pues sería menos costoso para el adquirente comprar directamente al controlador. *Cfr.* KRAAKMAN, Reiner y otros. *Óp. cit.*, p. 259.

<sup>385</sup> Recordemos el modelo simple de intercambio para el caso de adquisición de sociedades. Una toma de control se genera cuando un adquirente tiende a valorar más a una sociedad objetivo (su valorización está por encima del valor de cotización), con lo cual al adquirir esta última tenderá a cambiar la administración de la sociedad para generar el valor que le permita obtener rentabilidad a su inversión. Es en ese escenario donde el accionista minoritario se verá favorecido, al aumentar

eficiencia de los administradores, protegen los intereses de los minoritarios y aumentan la utilización más eficiente de los activos sociales<sup>386</sup>. Sin embargo, estos beneficios sólo se producirán cuando el mercado de control funcione eficientemente; y esta eficiencia estará directamente relacionada con los costos que puedan producir las OPAs en sí mismas, por lo que cualquier costo añadido (generados por una regulación) puede suponer una disminución de las tomas de control<sup>387</sup>.

De esta manera, una regulación que, por una parte, exija el reparto de la prima de control entre todos los accionistas; y, por otra parte, que obligue al adquirente a una transparencia en la información (por ejemplo, preparación del Prospecto Informativo, elaboración y publicación de estados financieros, etc.) lo cual requiere destinar recursos a la contratación de abogados, auditores, bancos de inversión, etc., además del tiempo dedicado por los propios funcionarios de las sociedades involucradas, que es extraído de otras actividades productivas, generando un alto costo de oportunidad en el que incurre el personal de la empresa<sup>388</sup>; impide el

---

el valor de sus acciones y, potencialmente, en la distribución de utilidades. Asimismo, según la Teoría del Mercado de Control Societario este mercado tiene una función jurídico-económica que permite no sólo el cambio de control ante una mala gestión (función fiscalizadora), sino también generando eficiencia en la gestión (función preventiva) Para mayor información véanse los puntos 2 y 3 del capítulo I de este trabajo.

<sup>386</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 56. En ese mismo sentido GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. *Óp. cit.*, p. 181.

<sup>387</sup> *Ídem*, p. 57. Sobre la eficiencia en las adquisiciones o tomas de control societarias véanse BEBCHUK, Lucian. *Efficient and Inefficient sales of Corporate Control*. En: Quarterly Journal of Economics N° 109, 1999, pp. 957-992; JENSEN, Michael C. *Takeovers... Loc. cit.*; SCHERER, F.M. *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*. En: The Journal of Economic Perspectives, volumen 2, N° 2; 1988, pp. 69-82. También véase el completo estudio económico de los profesores SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. *Large Shareholders and Corporate Control*. En: The Journal of Political Economy, volumen 94, N° 3, 1986, pp. 461-488.

<sup>388</sup> SALINAS RIVAS, Sergio. *La regulación del mercado público... Óp. cit.*, p. 89. Asimismo, señala este autor que además de los costos directos incurridos por el propio adquirente, la propia entidad reguladora responsable de supervisar las OPAs se ve afectada debido a los costos de administración en que incurre, lo que al final obstaculiza la correcta distribución de recursos en la

funcionamiento eficiente del mercado de control societario ya que supone elevar los costos de la toma de control vía OPA, desincentivando las operaciones de adquisición societaria.

c) Perjuicios al accionista minoritario<sup>389</sup>:

Este argumento es una conclusión directa del punto anterior, porque al aumentar los costos de las adquisiciones, se producirá una lógica reducción del número de transacciones de tomas de control, perjudicando al accionista minoritario pues la empresa no estará en manos de quien mejor la valora y quien le dará un uso más valioso o rentable. Además, la OPA no cumplirá una de sus principales funciones: la de servir como un control externo sobre la gestión de la administración (función fiscalizadora).

Y, dado que sin este cambio de control el valor de la acción de la sociedad no subirá sino que se mantendrá igual –o peor aún, descenderá-, el accionista minoritario se verá perjudicado<sup>390</sup>. Como deja en claro GARCÍA DE ENTERRÍA, resulta sumamente discutible que los intereses de los accionistas minoritarios avancen lo más mínimo con la imposición de una regla igualitaria en las operaciones de cambio de control. Porque si tenemos presente que las ganancias que el legislador procura repartir entre los accionistas de las sociedades sometidas a operaciones de cambio de control tienen que ser desembolsadas precisamente por las sociedades oferentes, que pueden verse forzadas así a

---

economía, reduciendo el bienestar general de la población.

<sup>389</sup> Para mayor profundización sobre este argumento véanse GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, pp. 256-270; EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER. *Óp. cit.*, p. 173; POSNER, Richard. *Óp. cit.*, p. 392.

<sup>390</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 180.

incurrir en unos gastos mucho más elevados, parece lógico pensar que el régimen de OPA obligatoria tiene que producir como principal efecto, simplemente, la realización de un menor número de tomas de control y, en consecuencia, una contracción de los beneficios –directos e indirectos- que las mismas garantizan al conjunto de accionistas<sup>391</sup>.

d) Problemas de acción colectiva: aplicación del “dilema del prisionero”<sup>392</sup>:

Según esta teoría, aplicada al mercado de valores, en la OPA los accionistas (en un supuesto de una sociedad con accionariado difundido) no podrán ponerse de acuerdo sobre la venta de sus acciones, por lo que cada uno, de manera individual, querrá maximizar su beneficio y evitar el perjuicio. Así, en caso se lance una OPA, y el accionista X no tenga acceso a la conducta del accionista Y ni del accionista Z, frente a una posible venta por parte de aquellos que termine disminuyendo en el futuro el valor de sus acciones, decide vender, a pesar que ese no era su real deseo. De este modo, los accionistas minoritarios, frente a la falta de acceso a información sobre las conductas de los demás accionistas, antes de arriesgar la liquidez de su inversión, preferirán vender sus acciones y maximizar su beneficio individual, aunque el resultado eficiente habría podido ser otro (ponerse de acuerdo y no vender)<sup>393</sup>.

### 2.1.3 Conclusión: Opciones de Política Regulatoria

---

<sup>391</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 270.

<sup>392</sup> Para un mejor entendimiento del “dilema del prisionero” véase POUNDSTONE, William. *El dilema del prisionero*. Madrid: Alianza Editorial, 1995.

<sup>393</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 181.

De lo expuesto hasta el momento, podemos concluir que existen hasta dos opciones claramente definidas de Política Regulatoria respecto de la OPAs:

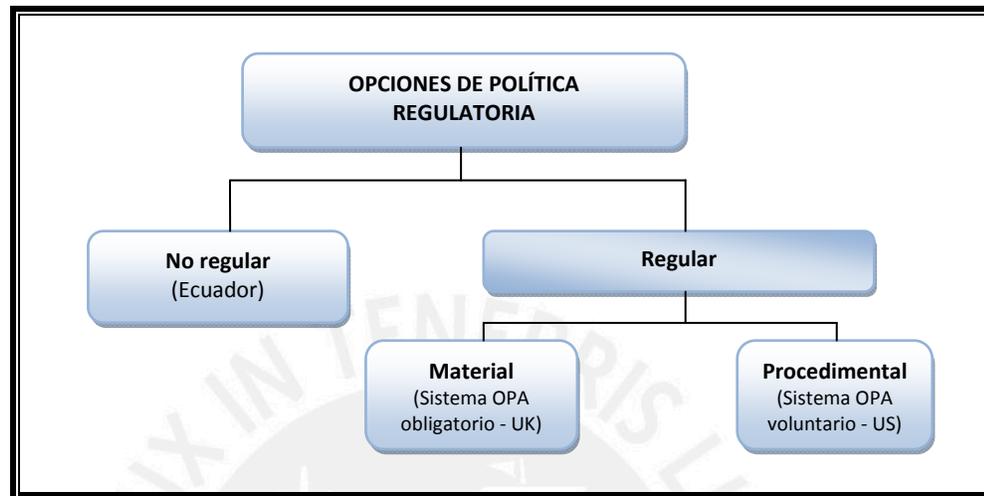
- a) No regular: para ello nos remitimos a los argumentos antes expuestos sobre el particular<sup>394</sup>. Un ejemplo de un país donde no existe regulación de OPAs es Ecuador, en donde sólo existe un deber de informar al mercado sobre la toma de control de una sociedad cotizada<sup>395</sup>.
- b) Regular: en este caso, el legislador deberá determinar si opta por una *regulación material*, esto es, obligar a efectuar OPA siempre que se pretenda adquirir el control de una sociedad cuyas acciones listan en una bolsa de valores (sistema de OPA obligatoria, seguido por el Reino Unido); o, *regular procedimentalmente*, el cual consiste en regular únicamente los casos de adquisición de control que se efectúen a través de OPAs (regulando el procedimiento), puesto que en los casos el adquirente obtenga o pretenda adquirir el control de forma distinta (mediante negociación privada, por ejemplo) no es de aplicación la regulación de OPA (sistema de OPA voluntaria, seguido por los Estados Unidos).

---

<sup>394</sup> Corresponde aclarar que algunos autores nacionales han confundido las opciones de Política Regulatoria. Así, asimilan el sistema de OPA voluntaria (el caso de EE.UU.) como uno de “no regulación” cuando, en estricto, estaríamos ante una “regulación procedimental”, pues sí existe una regulación, que es voluntaria, pero que reglamenta el procedimiento. Cfr. CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Loc. cit.* Por su parte, la “no regulación” se daría en aquellos casos en que no se ha tipificado la figura de la OPA.

<sup>395</sup> Ello no impide que se hayan venido llevando a cabo OPAs en Ecuador. Así, por ejemplo, tenemos el caso de la OPA formulada por SAB Miller sobre Cervecería Andina entre los meses de octubre y noviembre de 2006, la cual ha sido la primera OPA formulada en este país según sus medios de prensa <<http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/sabmiller-unifica-su-negocio-cervecerero-248413.html>> (Consulta: 09 de marzo de 2011). Cfr. AGUIRRE SÁNCHEZ, María del Pilar. *La toma de control de las sociedades en los mecanismos del Mercado de Valores*. Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho con mención de Derecho Financiero, Bursátil y de Seguros. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar (Sede Ecuador). 2007. pp. 45-49.

**Figura No. 27**  
**La regulación de la OPA. Opciones de política regulatoria**



Elaboración: Propia

## 2.2 Modelos regulatorios de la OPA

No obstante la acalorada discusión académica llevada a cabo sobre la política regulatoria de las OPAs, lo cierto es que –como veremos más adelante- la mayoría y, en especial, los principales y más desarrollados mercados económicos del mundo (hablamos, por ejemplo, del Reino Unido y los Estados Unidos) han optado por regular la OPA, sea material o procedimentalmente.

Empero, cada uno de estos países ha regulado la OPA desde una óptica distinta, marcando con ello los dos grandes paradigmas de regulación en el mundo. Así, el Reino Unido ha optado por un sistema de regulación material, denominado “sistema de OPA obligatoria”; mientras que Estados Unidos ha optado por un sistema de regulación procedimental, denominado “sistema de OPA voluntaria”. A continuación describiremos cada uno de estos modelos.

## 2.2.1 El modelo Estadounidense: Sistema de OPA voluntario o facultativo

### a) Formación del sistema y fundamento<sup>396</sup>:

Como se ha dicho, allá por los años cincuenta y sesenta, Estados Unidos fue el segundo país en desarrollar las OPAs (después de su aparición en el Reino Unido), y fue precisamente allí donde las OPAs (conocidas en este país como *tender offers*) se consolidaron como el mecanismo más habitual para lograr el control de las grandes sociedades cotizadas<sup>397</sup>. Ello, debido a que este país se preocupó, desde un inició, en respetar la libertad en el mercado de control societario, permitiendo que la persona que decidiese adquirir el control de una sociedad, cotizada o no, pudiera hacerlo de la manera que desee, ya sea por medio de una *tender offer*, de una cesión de control o de la compra sucesiva de acciones en el mercado abierto<sup>398</sup>.

Sin embargo, no obstante el evidente beneficio que la regulación de tomas de control presentaba en favor de los adquirentes, al otorgarles la libertad de elegir el mecanismo de adquisición que mejor les convenga, fue la falta de reglamentación o vacío normativo de la *tender offer* la que generó rápidamente que se produjeran determinados actos o tácticas en perjuicio de los accionistas destinatarios de la oferta (en especial, mediante falta de información sobre la operación y un trato

---

<sup>396</sup> Para mayor abundamiento sobre la formación y fundamento del sistema estadounidense véase CLARK, Robert. *Óp. cit.*, pp. 546-548; HUNT, Peter A. *Óp. cit.*, p. 518; WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, pp. 534-535.

<sup>397</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, p. 68.

<sup>398</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 60.

diferenciado entre accionistas al interior del proceso de las *tender offers*<sup>399</sup>). Lo cual fue rápidamente percibido por el mercado, sentando la necesidad de someter esta figura a un marco legal que asegurase una protección efectiva de los accionistas destinatarios de la oferta y que la recondujese a un procedimiento metódico y ordenado, de modo que los accionistas pudiesen tomar una decisión pausada y racional sobre sus valores cuando se viesan confrontados ante una *tender offer*<sup>400</sup>. En otras palabras, se vio la necesidad de establecer una “regulación procedimental” de la OPA.

b) Marco normativo: La *Williams Act*

(i) Descripción del sistema: Debido a los problemas iniciales que suscitó la frágil regulación de tomas de control en los Estados Unidos, en el año 1965 el Senador Harrison Williams, de manera conjunta con miembros de la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, *SEC*), ente regulador del mercado de valores en dicho país, iniciaron un esfuerzo para corregir las fallas que se venían generando hasta ese momento<sup>401</sup>. Dicho esfuerzo vio finalmente la luz el 29 de julio del año 1968<sup>402</sup>, con la publicación de la denominada *Williams Act*, la misma que fue incorporada como una enmienda a la *Securities and Exchange Act* de

---

<sup>399</sup> Sobre las tácticas utilizadas en perjuicio de los accionistas destinatarios de la oferta en casos de falta de reglamentación de la OPA véanse los comentarios vertidos en el punto 1.4.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 156 y ss., y *supra* nota 331; y el punto 2.1.1 del mismo Capítulo II, p. 166 y ss. y *supra* nota 298.

<sup>400</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 69.

<sup>401</sup> Este primer esfuerzo, plasmado en una propuesta a nivel federal de la regulación de OPAs (1965) fue rechazado por el Congreso debido a la falta de neutralidad de la misma (pues buscaba proteger a la sociedad objetivo de la toma de control), con lo cual se alejaba del objetivo básico de las leyes federales sobre el mercado de valores: protección al inversionista. Ello, debido a que para esas fechas ya se hacía notar los efectos económicos positivos que traía consigo una toma de control, y en especial la OPA. *Cfr.* WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, p. 535.

<sup>402</sup> CLARK, Robert. *Óp. cit.*, p. 547.

1934<sup>403</sup>, legislación federal que regula el mercado de valores secundario en los Estados Unidos de América (EE.UU.)<sup>404</sup>.

De esta manera, la *Williams Act* pasó a confirmar la libertad que tenía el adquirente para determinar, de manera voluntaria, el mecanismo que considere más adecuado y eficiente para tomar el control de una sociedad (es por ello que la doctrina ha venido a denominar este modelo regulatorio como “sistema de OPA facultativo o voluntario”), pero estableciendo una mayor regulación procedimental a las *tender offers*.

En otras palabras, en el sistema estadounidense instaurado por la *Williams Act*, la formulación de una *tender offer* por quien pretende hacerse con el control de una sociedad cotizada no procede de una imposición legal (obligación que ha sido denominada por la doctrina de dicho país como “*mandatory bid rule*”<sup>405</sup>) sino que

---

<sup>403</sup> La *Williams Act* introdujo en la *Securities and Exchange Act* de 1934 las siguientes secciones: la sec. 13(d) que prevé un deber de información ante las adquisiciones significativas de acciones cotizadas; la sec. 13(e) que se ocupa de la compra de acciones por la propia sociedad; la sec. 14 (d) encargada de las OPAs sobre acciones negociadas; la sec. 14(e) que controla el fraude en la información en el campo de las OPAs; y, finalmente, la sec. 14(f) sobre acuerdos de elección de administradores. Cfr. HUNT, Peter A. *Óp. cit.*, pp. 518-519; WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, pp. 535-537.

<sup>404</sup> La legislación federal sobre el mercado de valores está formada por la *Securities Act* de 1933 y por la *Securities and Exchange Act* de 1934, juntamente con otras normas sectoriales. La *Securities Act* de 1933 ordena el mercado de valores primario dando a los inversores el material financiero y otras informaciones relacionadas con las nuevas emisiones de valores ofrecidas al público y prohibiendo las ventas fraudulentas de valores. La *Securities and Exchange Act* de 1934, considerada como un cajón de sastre, se ocupa del mercado secundario de valores extendiendo su ámbito de aplicación tanto a los mercados oficiales nacionales como al mercado conocido como *over-the-counter market (OTC)*. La entidad reguladora del mercado de valores en los Estados Unidos, encargada de velar por el cumplimiento de las normas federales precedentes, es la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, creada en el año 1934, juntamente con la aprobación de la *Securities and Exchange Act* de 1934.

<sup>405</sup> Cabe precisar, conforme lo anota Antonio Guarniz, que el hablar indistintamente de OPAs o *tender offers* puede traer confusiones o inducir a error al lector. En efecto, el término OPA comentado por la doctrina en castellano (básicamente, por la doctrina española) alude al “sistema de OPA obligatoria” del modelo británico o, como lo denomina la doctrina estadounidense,

resulta siempre de una libre opción del adquirente que, en atención a factores de tipo estratégico y funcional, decide servirse de este procedimiento para el logro de aquella finalidad.

Por ello, a diferencia del modelo británico (el cual analizaremos en el punto 2.2.2 siguiente), lo que se busca aquí *no* es reconducir las operaciones de toma de control hacía un mecanismo único y excluyente para garantizar una rigurosa paridad de trato entre los accionistas de las sociedades sometidas a procesos de adquisición, sino, más bien, permitirse la realización de cambios de control mediante procedimientos alternativos; y, sólo en caso se opte por realizar una *tender offer*, se regirá dicho procedimiento de adquisición por el principio de trato igualitario entre todos los accionistas destinatarios de la oferta.

Así, la *Williams Act* desarrolló un conjunto de normas procedimentales dirigidas a regular las *tender offers* con el objetivo de dar mayor información (principio denominado por la doctrina como “*full disclosure*”) y un trato igual a los inversores para que puedan tomar una decisión racional sobre el futuro de su inversión, evitar fraudes posibles en estas operaciones, disciplinar la conducta de las partes y dar los poderes suficientes a la SEC para que pueda controlar y supervisar el desarrollo de estas operaciones<sup>406</sup>. Por ello, de acuerdo con la Sección 14(d) de la *Securities Exchange Act* de 1934, cuando una persona pretenda realizar una

---

*mandatory bid rule*. La *tender offer*, en cambio, alude a la OPA como mecanismo de adquisición de acciones. Por ello, para evitar dichas confusiones, es preferible referirse al tipo de sistema de OPA (sistema obligatorio o sistema voluntario) y no simplemente al término OPA o *tender offer*. Cfr. GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio. *Óp. cit.*, pp. 171-172.

<sup>406</sup> Cfr. WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG. *Óp. cit.*, p. 535.

*tender offer* por más del 5 por ciento de las acciones de una sociedad cotizada, deberá principalmente<sup>407</sup>:

- Publicar y/o divulgar una serie de informaciones; tales como su identidad, la fuente y el importe de los montos empleados para financiar la oferta, sus planes para la sociedad objetivo, la relación de los valores de los que sea ya titular y los eventuales acuerdos con otras partes a propósito de las acciones que se desean adquirir.
- Seguir un conjunto de normas procedimentales y sustantivas inspiradas en el principio de igualdad de trato de los inversores; tales como la obligación de prorrateo cuando el número de aceptaciones supere el límite máximo de la oferta, extensión a todos los accionistas del precio más alto satisfecho por el oferente, fijación de un período mínimo de vigencia de la oferta, derecho de los accionistas a revocar su aceptación en ciertas condiciones y prohibición de cualquier tipo de fraude en “conexión con una OPA”.

Finalmente, es preciso tener en consideración que la *Williams Act* no ha definido el término *tender offer*, lo cual no debe ser visto como un problema, sino que dicha ausencia, como señala GARCÍA DE ENTERRÍA, responde a una decisión consciente y deliberada por parte del legislador, que habría pretendido así dotar a este marco legal de la flexibilidad y ductilidad necesarias para permitir su

---

<sup>407</sup> Cfr. *Ibidem*; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 71-72; SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 63-65.

progresiva adaptación a la previsible evolución del mercado y del propio fenómeno de las OPAs<sup>408</sup>.

(ii) Finalidad, Principios y bien jurídico tutelado:

Como se aprecia, la finalidad de esta regulación ha consistido en mejorar y proteger la posición de los accionistas que se vieran confrontados ante una *tender offer*, en el sentido de asegurarles la posibilidad de decidir sobre la misma con una información completa<sup>409</sup>, sin condiciones desiguales y sin presiones externas que pudiesen resultar de la conducta del oferente o de los especiales términos de la oferta.

Dicho esto, se puede concluir que dos son los principios sobre el que se funda este modelo. El primero, el Principio de *Full Disclosure* o Transparencia; y el segundo, el Principio de Trato Igualitario de todos los accionistas en el marco de la ejecución de una *tender offer* (mediante reglas sustantivas y procedimentales), pues si la toma de control se realiza mediante otro mecanismo no se podrá invocar este principio. Como ha señalado la doctrina, en el sistema

---

<sup>408</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 76-77. Para un análisis de la jurisprudencia que establece los lineamientos sobre el concepto de *tender offer* véanse los casos: *S-G Securities Inc. v. Fuqua Investment Company* (1978); *Wellman v. Dickinson* (1979); y, *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.* (1985).

<sup>409</sup> El propio Tribunal Supremo estadounidense (*Rondeu v. Mosinee Paper Corp.* - 1975; *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* - 1985) ha visto en la *disclosure* o transparencia informativa el fundamento mismo de la *Williams Act*, al destacar que su principal objetivo es “asegurar que los accionistas que se vean confrontados a una oferta de adquisición de sus acciones no tengan que responder sin una información adecuada sobre las condiciones e intenciones de la parte oferente”. Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 72.

estadounidense la igualdad de trato es un principio que se impone únicamente “dentro” del procedimiento de la *tender offer*<sup>410</sup>.

De esta manera, se advierte que la regulación estadounidense de *tender offers* tiene como bien jurídico tutelado a los accionistas destinatarios de una OPA o *tender offer*, quienes pueden verse afectados por la información y por los especiales términos y condiciones impuestos por el oferente. Así, si el adquirente utiliza otro mecanismo para adquirir el control de la sociedad objetivo, los accionistas que no participan de dicha operación no se verán protegidos por esta regulación (a diferencia del modelo británico, como veremos más adelante).

c) Otros ordenamientos inspirados en el modelo estadounidense:

El sistema de OPA voluntaria reglamentada desarrollado en los Estados Unidos también fue previsto inicialmente en algunos países europeos como Alemania, Suiza y Holanda, además de seguir vigente en países americanos como Panamá<sup>411</sup>. No obstante, a diferencia de lo sucedido en los Estados Unidos, en estos países dicha opción regulatoria *no* fue fruto de una decisión razonada y plenamente consciente, tomada en atención a una experiencia práctica amplia y dilatada y a una particular concepción de las exigencias de tutela de los accionistas minoritarios en las operaciones de cambio de control de las sociedades cotizadas. Por el contrario, este modelo fue consecuencia de un

---

<sup>410</sup> *Ídem.*, pp. 83-84.

<sup>411</sup> Un completo y reciente estudio sobre la regulación panameña de OPA y su sistema voluntario ha sido elaborado por Carlos Barsallo, ex Presidente de la Comisión de Valores de Panamá, para la Corporación Financiera Internacional (IFC). Cfr. CLARKE DE LA CERDA, Álvaro y Carlos BARSALLO. *Factores de Reforma en Gobierno Corporativo: Experiencias en Ofertas Públicas de Adquisición en Chile y Panamá*. Global Corporate Governance Forum, Focus 6 / IFC – The International Finance Corporation. Washington D.C., 2008, pp. 47-68.

mercado de adquisiciones casi inexistente y de la falta de reflexión sobre la forma más adecuada de abordar en un plano jurídico el problema de la disparidad de trato que podría presentarse en este tipo de operaciones<sup>412</sup>. El sistema de OPA voluntario en estos países no nace, pues, de una necesidad de regulación ante evidentes perjuicios al mercado y a los accionistas de las sociedades objetivo.

Es importante señalar que tanto Alemania, Suiza y Holanda optaron inicialmente por regulaciones de carácter “privado”, ya que éstas no fueron fruto de ni Leyes ni Reglamentos provenientes del Estado, sino que se trataron de “códigos de conducta”, aprobados por un conjunto de personas que se comprometieron a seguirlas, y a pesar de que ni el oferente ni la sociedad afectada estaban obligadas a seguir estas reglas, en la práctica se observó un respeto casi total a las mismas<sup>413</sup>.

No obstante, basta decir que en la actualidad, salvo Panamá, los tres países europeos han sustituido su sistema regulatorio de OPA por uno obligatorio, sea por propia iniciativa, por influencia de la Propuesta de Decimotercera Directiva sobre OPAS o como consecuencia de la entrada en vigencia de la Directiva Comunitaria sobre OPAs, Directiva 25/2004/CE.

A continuación presentamos un cuadro donde se aprecian algunos detalles de estas regulaciones:

---

<sup>412</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 99. Aunque estos comentarios no han sido dirigidos a la regulación panameña, dada las características de este mercado, consideramos que los comentarios se extienden a dicho sistema.

<sup>413</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 71.

**Cuadro No. 10**  
**Regulaciones que siguen el modelo estadounidense de OPA voluntaria**

	<b>Norma inicial</b>	<b>Carácter Legal</b>	<b>Régimen voluntario Vigente</b>	<b>Cambio de Régimen</b>
<b>Suiza</b>	<i>Code Suisse des Offres Publiques d'Achat</i> (1989)	No	No	Ley Federal sobre la bolsa y el comercio de valores mobiliarios (1997)
<b>Alemania</b>	Normas de la Comisión de Expertos Bursátiles sobre las Ofertas Públicas y voluntarias de compra y permuta (1979)	No	No	Código de Conducta sobre ofertas públicas de adquisición (1995) – OPA obligatoria en ciertos casos (En el año 2002 se modificó formalmente todo el régimen y en julio del 2006 entraron en vigencia las normas conforme a la Directiva UE del año 2004)
<b>Holanda</b>	Código Profesional promulgado por el Consejo Social y Económico ( <i>Sociaal-Economische Raad</i> ) (1969)	No	No <sup>414</sup>	<i>Decree on public offers securities</i> (2007)
<b>Panamá</b>	Decreto Ley 1 (1999) y Acuerdo 7-2001	Sí	Sí	No aplica

Fuente<sup>415</sup>  
Elaboración: Propia

<sup>414</sup> Al 2001 existía un borrador no aprobado que modificaba el régimen de OPA voluntario por uno de OPA obligatoria en Holanda. Sin embargo, no es hasta el 28 de octubre de 2007 donde se hace realidad el cambio de régimen, movido por la necesidad de seguir la Directiva de OPA de 2004. Para mayor información sobre la regulación holandesa véase CALKOEN, Willem, Paula VAN DER STELT y Joost DEN ENGELSMAN. *The Netherlands. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association (IBA), 2008, 16 pp.

<sup>415</sup> Cfr. APARICIO ROQUEIRO, Carlos L. *Regulación de las OPA: Teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV, Monografía N° 20, 2007, p. 40; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 103-106; SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 71-72; CLARKE DE LA CERDA, Álvaro y Carlos BARSALLO. *Loc. cit.*; CALKOEN, Willem, Paula VAN DER STELT y Joost DEN ENGELSMAN. *Óp. cit.*, p. 1.

## 2.2.2 El modelo Británico: Sistema de OPA obligatorio

### a) Formación del sistema y fundamento:

En la etapa inicial de creación de la OPA en el Reino Unido (conocida en este país como *take-over bid*), allá por los años cincuenta, se desarrolló un sistema de OPA voluntario poco reglamentado<sup>416</sup> (al igual que los Estados Unidos,), en el que cualquier persona podía libremente, mediante acuerdo con los accionistas controladores, adquirir el control societario a través de una cesión de control, en la medida y en los términos que considerase oportunos, sin necesidad de tener que hacer extensibles la misma oferta y las mismas condiciones a todos los accionistas de la sociedad objetivo.

Sin embargo, pronto este sistema incipiente, con un claro vacío normativo, se vio cuestionado debido a que se consideraba que las tomas de control perjudicaban los intereses de los accionistas minoritarios en el mercado de valores. Básicamente, el descontento venía dado por una serie de técnicas y tácticas abusivas en contra de los accionistas minoritarios y que beneficiaban única y directamente a los accionistas controladores vendedores. Una muestra de dicho perjuicio es descrito claramente por GARCÍA DE ENTERRÍA, quien analizando la formación de este sistema manifiesta que:

El hecho de que las importantes ganancias generadas por los cambios de control fuesen habitualmente a parar a los accionistas mayoritarios, que podían disponer de sus participaciones a un precio y a unos términos de los que los accionistas minoritarios solían quedar excluidos, hizo que progresivamente fuese tomando cuerpo la idea de someter las tomas de

---

<sup>416</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 59.

control de las sociedades abiertas al ofrecimiento de unas condiciones de adquisición idénticas para todos los accionistas<sup>417</sup>.

Como se aprecia, fue en esta parte del mundo donde se comenzó a cuestionar la licitud de las tomas de control, y en especial las cesiones de control, que se producían mediante la transmisión por el accionista controlador del paquete de control a un comprador que pagaba por ello una prima de control y de la cual sólo éste la disfrutaba en exclusiva<sup>418</sup>. En este mercado, pues, no se produjeron mayores cuestionamientos de fondo a temas como la falta de información de los accionistas destinatarios en el marco de una toma de control (como en el caso del sistema estadounidense) lo cual fue resuelto prontamente mediante una mejor reglamentación del principio de *full disclosure*, sino más bien se cuestionaban principalmente las inequidades que –desde su punto de vista- se producían entre el accionista controlador (que decidía vender su participación y obtenía a cambio una prima de control) y los accionistas minoritarios (que no recibían nada y no podían decidir sobre el cambio de control)<sup>419</sup>. Es decir, se llegó a percibir dos problemas en las tomas de control: uno propiamente “funcional”, generado por su falta de reglamentación; y otro claramente “valorativo”, en donde se consideró que las cesiones de control generaban, *per se*, un daño a los accionistas minoritarios o accionistas que no participaban de la toma de control.

---

<sup>417</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 36.

<sup>418</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 32.

<sup>419</sup> Algo que no se llegó a cuestionar en el mercado estadounidense (o no tuvo mayor eco), en donde, más bien, se consideraban muy beneficiosas las tomas de control, dada la función jurídico-económica que cumplían (por influencia de la Teoría del Mercado de Control Societario).

b) Marco normativo<sup>420</sup>: *The City Code on Takeovers and Mergers*

(i) Descripción del sistema:

Es en el contexto descrito precedentemente donde no sólo se decidió mejorar la regulación de la OPA (como en el caso estadounidense), sino que se dio un paso más allá, al establecerse un marco de protección a los accionistas minoritarios a través de la constitución de una “regla de igualdad de trato de todos los accionistas en las tomas de control societario”.

Así, en el año 1968, se publicó la primera edición<sup>421</sup> del *City Code on Takeovers and Mergers* (en adelante, el *City Code*<sup>422</sup>), texto fundamental de la regulación de tomas de control en el Reino Unido cuya principal peculiaridad es el de ser un texto de naturaleza privada, un código de conducta de carácter voluntario<sup>423</sup> o de *self regulation*<sup>424</sup> que representa la opinión colectiva de los profesionales que forman parte de las adquisiciones con respecto a las buenas prácticas

<sup>420</sup> Para mayor detalle, ejemplificación e información sobre la regulación británica de tomas de control véase SUDARSANAM, P.S. *Óp. cit.*, p. 80 y ss. Para mayor abundamiento sobre el desarrollo de la regulación británica de tomas de control véase GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 36-41.

<sup>421</sup> Basta decir que en la actualidad el *City Code* se encuentra en su décima edición (publicada el 19 de septiembre de 2011) en el formato de hojas sueltas (*loose-leaf format*) que publica y edita el *Panel*. Consulta: 12 de diciembre de 2011.

<<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>

<sup>422</sup> También denominado “Libro Azul”, por el color de su encuadernación. SUDARSANAM, P.S. *Óp. cit.*, p. 80.

<sup>423</sup> FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 41.

<sup>424</sup> En el Reino Unido desde los años sesenta ha habido un gran desarrollo de este tipo de regulación. En el campo del mercado de valores se distinguen claramente dos clases de normas. Las que provienen del Estado y que se caracterizan por su lento proceso de reforma y complejidad. Y las *self regulations* que surgen de un conjunto de individuos, generalmente miembros de una profesión, que acuerdan observar cierta conducta de trabajo y que se caracterizan por su aplicación flexible e individualizada y por la gran rapidez en su modificación. *Cfr.* SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 76.

comerciales y de cómo lograr la imparcialidad en el trato a los accionistas. Asimismo, en el mismo año se creó el *City Panel on Takeovers and Mergers*<sup>425</sup> (en adelante, el *Panel*) como órgano responsable de la aplicación de este texto, cuyas funciones básicas son las de regular, interpretar, controlar y sancionar en materia únicamente de tomas de control.

Cabe precisar, no obstante, que el contenido del *City Code* a lo largo de sus más de 40 años de vigencia no ha sido el mismo, pudiendo distinguirse claramente dos etapas. En una primera (que se prolongó desde su aparición hasta el año 1972), el objetivo principal del *City Code* era establecer las formas en que debían desarrollarse las OPAs cuando se formulaban voluntariamente<sup>426</sup> (al estilo estadounidense). Dicho de otra forma, en la primera versión del *City Code* no se recogía la exigencia de un tratamiento igualitario de todos los accionistas en los cambios de control de “manera general” (sea dentro o fuera de una OPA). En efecto, esta regla empezó, más bien, como una suerte de excepción, vinculándose a los deberes fiduciarios que concurrían en el órgano de administración, de tal forma que la igualdad de trato sólo venía impuesta cuando eran los propios administradores quienes transmitían el control de la sociedad objetivo a otra persona mediante la venta de sus acciones. De esta manera, en esta etapa se introdujo por primera vez una limitación a las tomas de control de

---

<sup>425</sup> El *Panel* es un organismo privado sin personalidad jurídica, cuyos miembros son nombrados por el Banco de Inglaterra y representantes de instituciones de inversión, bancos, organismos autónomos de regulación, profesionales de la contabilidad y la industria. El Banco de Inglaterra designa al Presidente del Consejo y a los dos Vicepresidentes. Aunque la autoridad del *Panel* no emana de las leyes, su papel se reconoce y los tribunales, así como otros organismos autónomos reguladores apoyan su jurisdicción en materia de tomas de control. *Cfr.* SUDARSANAM, P.S. *Óp. cit.*, p. 81.

<sup>426</sup> Básicamente, su contenido estaba formado por un conjunto de reglas inspiradas en el principio de igualdad y de transparencia que determinaban las características y el procedimiento que debía seguir toda OPA formulada voluntariamente. *Cfr.* SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 78.

sociedades cotizadas: los administradores sólo podían disponer de sus paquetes accionarios de control si el adquirente se comprometía a formular una OPA en los mismos términos y en un plazo de tiempo razonable a los demás accionistas<sup>427</sup>. Sin embargo, la operatividad de esta obligación fue duramente criticada por no determinarse objetivamente qué debía entenderse por control y por no haberse previsto un régimen sancionador<sup>428</sup>.

La necesidad de superar la insatisfacción provocada por este primer sistema y de tutelar a los accionistas minoritarios en “cualquier supuesto” de toma de control, llevó al establecimiento de la segunda etapa. Así, ésta se inicia con una nueva edición del *City Code* en 1972 en el cual, por primera vez se incluye la figura de la OPA obligatoria (denominada *mandatory bid rule*) Esta reforma sustancial, luego de varias reformulaciones, mejoras y correcciones técnicas<sup>429</sup>, es la que ha

---

<sup>427</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 37.

<sup>428</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Loc. cit.*

<sup>429</sup> En la versión del *City Code* de 1972 se establecía la figura de la OPA obligatoria en dos supuestos. Por una parte, se mantenía la obligación de formular una OPA en aquellos casos que los administradores vendan su participación de control en la sociedad, estimándose que había control cuando se transfiriese más del treinta por ciento de las acciones con derecho a voto. Por otra parte, y de una forma pensada para la adquisición en el mercado abierto bursátil (*ramassage*), la OPA se hizo también obligatoria en cualquier otro supuesto en que el adquirente se hiciese con acciones que otorgasen más del cuarenta por ciento de los derechos de voto, con independencia de la identidad del transferente de control. Además, a diferencia del modelo inicial, en el que los administradores sólo podían vender si mediaba un compromiso del adquirente de extender su oferta a los demás accionistas, en este nuevo sistema la responsabilidad por la formulación de la OPA se hizo recaer directamente sobre quien adquiriese el control. No obstante, y a pesar de la introducción de estas nuevas reglas, el régimen de las OPAs obligatorias no era nada claro debido a la falta de coordinación entre ambas. Fue así como dos años después, desapareció la distinción entre las compras en bolsa, de un lado, y las compras realizadas a quienes fuesen administradores o accionistas significativos, de otro. A cambio, se estableció un único umbral de treinta por ciento de los derechos de voto de una sociedad, cuyo traspaso –cualquiera fuese el procedimiento empleado- obligaba al adquirente a dirigir una OPA (*a posteriori*) a todos los restantes accionistas de la *target*. Al mismo tiempo, junto al establecimiento de este umbral, el *City Code* pasó a contemplar una hipótesis conexa. Así, la realización de una OPA dirigida a todos los accionistas pasó a exigirse en aquellos supuestos en que un accionista mayoritario que no contemplase un control *de iure* de la sociedad procediese a aumentar su participación de forma significativa. Quien ostentase entre el treinta y el cincuenta por ciento de los derechos de voto de una sociedad cotizada y aumentase su participación en uno por ciento en un periodo de doce meses quedaba

perdurado hasta la actualidad y viene a ser la regulación más completa y desarrollada del sistema de OPA obligatorio en el mundo<sup>430</sup>.

Se puede decir, por tanto, que el *City Code* desde 1972 se caracteriza por incluir una regulación completa sobre las tomas de control, conformada fundamentalmente por tres instrumentos básicos<sup>431</sup>:

- La introducción de la OPA obligatoria (*mandatory bid rule*), hito de gran importancia porque a partir de entonces toda toma de control de una sociedad cotizada, realizada por medio de una adquisición de acciones deberá ir seguida de una OPA.
- El *City Code* se convierte en el código de conducta que establece las condiciones y el procedimiento general para toda OPA.
- La consolidación del *Panel* como órgano responsable de la aplicación del *City Code*.

En la actualidad<sup>432</sup>, la regla básica del *City Code* que ordena las tomas de control es la contenida en la *Rule*<sup>433</sup> 9 de la Sección F (“*The mandatory Offer and its Terms*”) del *City Code*, específicamente en el punto 9.1 que señala:

---

obligado. Cfr. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 39-41.

<sup>430</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.*

<sup>431</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 80.

<sup>432</sup> La versión actualizada del *City Code* puede ser visualizada en el siguiente enlace: <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>> Consulta: 13.11.2012.

<sup>433</sup> El *City Code* está conformado por preceptos de dos tipos. En primer lugar, están los llamados *General Principles* o Principios Generales, en número de seis, que expresan en términos amplios y generales los principios de buena conducta que han de presidir la realización de las OPAs y que son

**“9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT**

*Except with the consent of the Panel, when:*

*(a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or*

*(b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested,*

*such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.*

*An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights”.*

Como se aprecia, toda persona que por medio de una adquisición de acciones haya alcanzado una participación significativa<sup>434</sup> de una sociedad cotizada deberá formular una OPA al resto de accionistas. Asimismo, la oferta deberá estar condicionada a alcanzar, junto con las acciones que ya se habían adquirido, un límite mínimo del cincuenta por ciento de los derechos de voto; y a la aprobación,

---

aplicadas de forma flexible por el Panel, atendiendo básicamente a su espíritu y finalidad. Además, el *City Code* se integra por treinta y ocho *Rules*, que vienen a precisar y concretizar el alcance de los *General Principles* y que contienen también las normas de procedimiento que rigen el desarrollo de las OPAs. Y cada *Rule* tiene incorporadas una serie de *Notes*, que va elaborando el Panel para aclarar los problemas de interpretación que hayan podido surgir en la práctica.

<sup>434</sup> Según la normativa británica, se considera participación significativa aquel conjunto de acciones que represente un treinta por ciento o más del capital con derecho a voto de la sociedad afectada o, también, incrementar el porcentaje que se posee en una sociedad cuando se tiene un treinta por ciento del capital pero no se llega al cincuenta por ciento. Para el cómputo de la participación significativa se tendrán en cuenta las acciones poseídas o adquiridas por una misma persona, a las que se sumarán las acciones adquiridas o poseídas por las personas que actúen de forma concertada con ésta. Cfr. SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 80-81. Véase también el punto 9.1 (“*When a mandatory offer is required and who is primarily responsible for making it*”) de la *Rule 9* del *City Code*.

de corresponder, del órgano nacional y comunitario encargado del control de las concentraciones empresariales<sup>435</sup>.

Por otra parte, se establece la institución del denominado “Precio Equitativo”, esto es, que el precio de las acciones en la OPA deberá ser no menor al más elevado pagado por el propio adquirente durante los doce meses previos al anuncio de la oferta, ello con el fin de establecer un “precio equitativo<sup>436</sup>” frente a los accionistas minoritarios que la regulación británica pretende proteger.

En conclusión, el *City Code* establece un sistema de OPA obligatoria, *a posteriori* o posterior, total y a un precio equitativo.

La importancia y trascendencia del *City Code* radica, pues, como expresa GARCÍA DE ENTERRÍA, en haber configurado la OPA como un mecanismo obligatorio y excluyente que se impone necesariamente a quien pretenda hacerse con el control de una sociedad abierta o bursátil, como forma de tutelar los intereses de los accionistas minoritarios en las operaciones de cambio de control de la sociedad a que pertenecen<sup>437</sup>. Adicionalmente, cabe agregar, desde nuestro punto de vista, que la importancia del *City Code* está directamente relacionada a que las características de esta regulación (OPA obligatoria, posterior, total y a un precio equitativo) permiten que se cumpla con la finalidad propuesta por la norma.

---

<sup>435</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 81. Para mayor información véanse los puntos 9.3 (“*Conditions and Consents*”) y 9.4 (“*The Competition Commission and The European Commission*”) de la *Rule 9* del *City Code*.

<sup>436</sup> Véase el punto 9.5 (“*Consideration To Be Offered*”) de la *Rule 9* del *City Code*. Para mayor información sobre el concepto de precio equitativo véase MANDALÓNIZ, Marta. *Consideraciones sobre el nuevo régimen jurídico español de OPAs: De la necesidad inicial a la bienvenida final*. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). *Régimen Jurídico de las Ofertas... Óp. cit.*, pp. 62-66.

<sup>437</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 35-36.

Por ello, basta para ello detenernos y revisar el número de países que se han visto influenciados y han optado por imponer este modelo obligatorio.

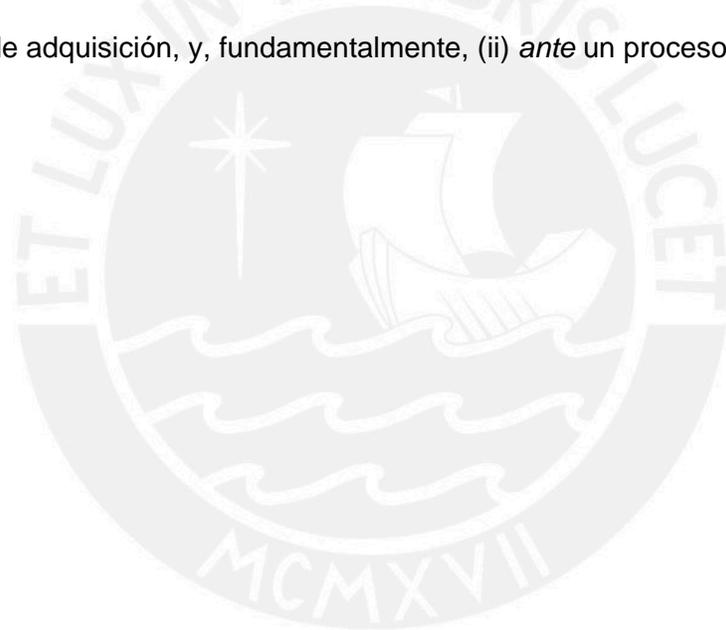
(ii) Finalidad, Principios y bien jurídico tutelado:

Como se ha descrito, es en atención a la valoración negativa que se le dio a las tomas de control (básicamente, en supuestos donde el accionista controlador disfrutaba en exclusiva de la prima de control y de otras condiciones favorables), que la regulación británica sobre la materia ha procurado proteger a los accionistas minoritarios ante dichas situaciones, brindándoles –a través de la imposición de un sistema de OPA obligatorio- la oportunidad de participar en igualdad de condiciones con los accionistas controladores vendedores, disfrutando de la prima de control y teniendo la facultad de salir de la sociedad ante la llegada de un nuevo controlador. La finalidad, pues, de este sistema no es otra que “proteger a los accionistas minoritarios” *ante* una toma de control, limitando la libertad de los adquirentes de optar por otros mecanismos de adquisición. Mientras que el bien jurídico tutelado por este modelo, como se hace evidente, descansa sobre el conjunto de “accionistas minoritarios” de la sociedad objetivo.

Dicho esto, puede entenderse por qué el principio que inspira el *City Code*, y toda la regulación británica de tomas de control, es el “principio de igualdad de trato entre todos los accionistas *ante* una operación de adquisición societaria”. Basta para ello revisar la solemne proclamación de este principio en el primer *General*

*Principle*<sup>438</sup> del *City Code*, el mismo que enuncia que “todos los accionistas de la misma clase de la sociedad afectada deben recibir un trato equitativo por parte del oferente; y, si ya se produjo la adquisición, los accionistas que no participaron deben ser protegidos”<sup>439</sup>. Y es que, como señala DE CÁRDENAS, no es casualidad que este principio sea el primeramente enunciado por el *City Code*: es el básico y fundamental de donde derivan los demás principios generales<sup>440</sup>.

Como afirma GARCÍA DE ENTERRÍA, la importancia de este principio en el sistema británico puede advertirse a través de su doble extensión: (i) *dentro* del proceso de adquisición, y, fundamentalmente, (ii) *ante* un proceso de adquisición.



---

<sup>438</sup> Como se ha dicho (véase *supra* nota 433), los *General Principles* constituyen la base sobre la que se asientan los *Rules* que deben ser interpretados a la luz de aquellos. Las dudas y lagunas deben salvarse con la ayuda de los *General Principles* que, además, deben guiar la actuación del *Panel* en el ejercicio de sus funciones. Como señala Carlos De Cárdenas, los *General Principles* constituyen, pues, una suerte de “marco filosófico” en el análisis e interpretación del *City Code* y no por ello dejan de ser vinculantes para las partes de toda oferta. Cfr. DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.*

<sup>439</sup> Traducción libre: “1. All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected”.

<sup>440</sup> DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Loc. cit.* En ese mismo sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 41.

**Cuadro No. 11**  
**Extensión del Principio de Igualdad de Trato según sistema de OPA**  
**Modelo Estadounidense vs. Modelos Británico**

<b>Principio de igualdad de trato</b> (Extensión del principio dependiendo del sistema de OPA)	
<i>dentro</i> del proceso de adquisición	<i>ante</i> un proceso de adquisición
A través de la obligación del oferente de formular la OPA con unas mismas condiciones para todos los accionistas, que eviten posibles diferencias o discriminaciones. Es esta, sin duda, la manifestación más visible y elemental de este principio, al garantizarse así una uniformidad de todo el cuerpo accionarial en cuanto a los términos ofrecidos por quien formula la OPA.	Adicionalmente, este principio se aplica también “ <i>ante</i> ” los procesos de adquisición, al imponerse el mecanismo de la OPA con carácter obligatorio en cualquier supuesto de toma de control de una sociedad cotizada y al cerrarse el paso, consiguientemente, a cualquier otro procedimiento que sea susceptible de provocar disparidades de trato entre los accionistas.
Modelo Estadounidense (sistema de OPA voluntario)	
<b>Modelo Británico</b> <b>(sistema de OPA obligatorio)</b>	

Fuente<sup>441</sup>  
Elaboración: Propia

Asimismo, conviene señalar el contenido del principio de igualdad de trato a la luz de lo estipulado por el *City Code* y lo desarrollado por la doctrina, de manera que se pueda establecer sobre qué fundamentos se ha construido el sistema de OPA obligatoria en el Reino Unido. Así tenemos que este principio contiene dos manifestaciones o elementos<sup>442</sup>:

- Participación en la “prima de control”: Por un lado, el principio de igualdad de trato quiere permitir que los accionistas minoritarios puedan participar en pie de igualdad con los accionistas de control en la prima que habitualmente acompaña a los cambios de control, y evitar así que el plusvalor económico que está dispuesto a satisfacer quien pretende hacerse de un paquete

<sup>441</sup> *Ídem.*, pp. 41-42.

<sup>442</sup> *Ídem.*, pp. 43-45.

significativo<sup>443</sup> del capital sea percibido de forma exclusiva por los socios que con anterioridad detentaban el control. Con la imposición de un sistema de OPA obligatoria y el establecimiento de un precio equitativo se permite, pues, el reparto entre todos los accionistas de la prima de control a través de la venta de sus acciones al mismo precio al que vendió el accionista controlador.

- Mecanismo de salida ante el ingreso de un nuevo socio de control: Por otro lado, este principio lleva intrínseco la idea de permitir que los accionistas minoritarios puedan abandonar la sociedad y liquidar su inversión en las mismas condiciones que lo hicieran los socios controladores vendedores, ante los previsibles cambios que pueda imponer el nuevo socio de control en la gestión y administración de la sociedad<sup>444</sup>.

Se puede decir, entonces, que el sistema de OPA obligatoria instaurado por el *City Code* pretende asegurar una estricta igualdad de trato de todos los accionistas de las sociedades cotizadas en las operaciones de tomas de control, y ello a través de una doble vía o contenido: (i) haciendo efectiva la participación en la prima de control; y, (ii) como mecanismo de salida para los accionistas minoritarios ante una toma de control<sup>445</sup>.

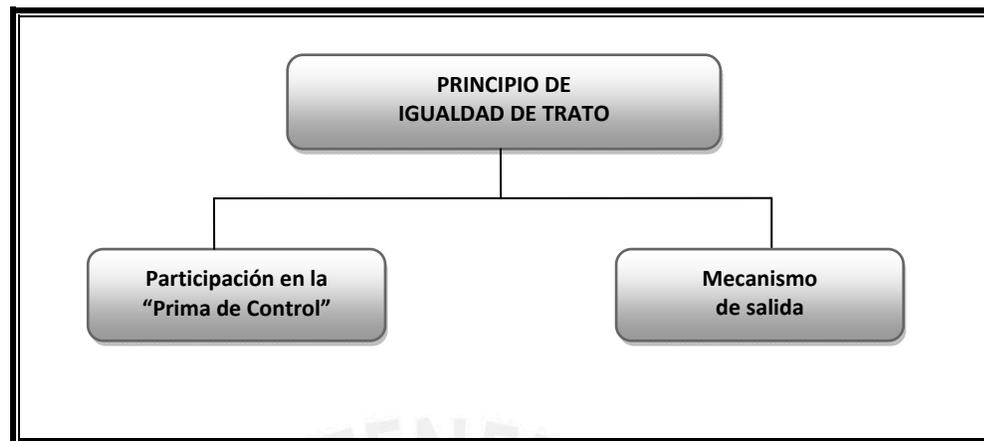
---

<sup>443</sup> Conforme lo establece el *City Code*, existirá participación significativa cuando la adquisición sea igual o superior al treinta por ciento (30%) de los derechos de voto de la sociedad objetivo. Cfr. *Rule 9* del *City Code*.

<sup>444</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAS... Óp. cit.*, p. 53

<sup>445</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 46.

Figura No. 28  
Contenido del Principio de Igualdad de Trato



Elaboración: Propia

Adicionalmente, cabe señalar que este sistema también contempla el Principio de Transparencia, lo cual no es novedad pues es una característica interna de las OPAs<sup>446</sup>, y que, conforme hemos descrito precedentemente, permite a los accionistas destinatarios de la oferta tomar decisiones adecuadamente informadas respecto de la venta de sus valores.

- c) El Principio de Igualdad de Trato (PIT) del modelo británico de OPA obligatoria y su relación (o diferencia) con otros principios de la misma denominación: Breves consideraciones conceptuales

Hasta el momento hemos nombrado en distintas oportunidades al denominado “principio de igualdad de trato - PIT” (o términos similares), ocasionando – posiblemente- confusiones en el lector<sup>447</sup>. Por ello, con el fin de tomar nota de las

<sup>446</sup> Véase al respecto el numeral 1.3.3 del presente Capítulo II, p. 154 y ss.

<sup>447</sup> Hasta el momento hemos nombrado al principio de igualdad de trato en cuatro oportunidades. En primer lugar, hemos descrito al Principio General de Trato Igualitario del Mercado de Valores (véase el numeral 1.3.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 148 y ss.). En segundo lugar, hemos hablado del principio o característica interna de la OPA denominado Igualdad de Condiciones o

características diferenciadoras de este principio, a continuación describiremos y resumiremos brevemente el contenido de dicho principio en diversas áreas como el Derecho de Sociedades, así como en las versiones vistas hasta el momento.

- (i) PIT del Derecho de Sociedades: Este principio que informa el Derecho de Sociedades actúa exclusivamente en las relaciones internas de la sociedad, esto es, cuando las decisiones proceden de la sociedad y es necesario evitar desigualdades o diferencias entre socios. Un ejemplo de este principio se presenta con el ejercicio del derecho de suscripción preferente en los casos de emisión de nuevas acciones.

*Relación / Diferencia:*

El PIT del modelo británico de OPA obligatoria tiene sentido en el marco de operaciones de toma de control societario, como –por ejemplo- la venta de un paquete significativo de acciones con derecho de voto que permita obtener el control. Como se puede advertir, la venta de acciones no es ninguna operación corporativa, sino que se trata de operaciones individuales de los accionistas vendedores y, por tanto, no quedan limitadas por el PIT del Derecho de Sociedades.

- (ii) PIT del Derecho del Mercado de Valores: Como se ha visto precedentemente<sup>448</sup>, éste es un *principio general* del Mercado de Valores que

---

Trato Igualitario (véase el numeral 1.3.2 del Capítulo II de este trabajo, p. 152 y ss.). En tercer lugar, se mencionó el principio de igualdad de trato del modelo de OPA estadounidense o sistema de OPA voluntario (véase el numeral 2.2.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 180 y ss.). En cuarto y último lugar, se ha mencionado al principio de igualdad de trato del modelo de OPA británico o sistema de OPA obligatorio (véase el presente numeral 2.2.2 de este Capítulo II, p. 189 y ss.).

<sup>448</sup> Véase el numeral 1.4.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 156 y ss.

trata de garantizar que los inversores inmersos en una determinada operación o que se encuentren afectados por una actuación en el mercado sean tratados por igual, evitando ventajas para determinados participantes frente al resto. Básicamente, estamos ante un deber para los agentes económicos de realizar actuaciones discriminatorias sin justa causa. Su finalidad principal es garantizar el buen funcionamiento del mercado de valores, ya que las desigualdades de trato entre los inversores podría eliminar la credibilidad en este mercado. Así, por ejemplo, el deber positivo del emisor de otorgar la misma información a todos accionistas, sin generar discriminación entre ellos.

*Relación / Diferencia:*

Se puede decir que el PIT del Derecho del Mercado de Valores al ser un “principio general” tiene una relación género-especie con el PIT del modelo británico de OPA obligatoria. Visto así, el PIT del modelo británico de OPA obligatoria se justifica por motivos económicos, ya que su introducción no solo se tutelan intereses privados de los inversores, sino, principalmente, un interés público, la protección del buen funcionamiento del mercado de valores.

- (iii) PIT del modelo estadounidense de OPA voluntaria: Este principio, también descrito precedentemente<sup>449</sup>, consiste en brindar a todos los accionistas un trato paritario en el marco de la ejecución de una *tender offer*, esto es, mediante reglas que aseguren la igualdad de condiciones y de información a todos los destinatarios de la OPA.

---

<sup>449</sup> Véase el numeral 2.2.1 del Capítulo II de este trabajo, p. 180 y ss.

Como se puede inferir, este principio es el mismo que el principio o característica interna de la OPA denominado “Igualdad de Condiciones o Trato Igualitario”, descrito al inicio de este capítulo<sup>450</sup>. Dicho principio nos informa que la OPA, por su propia naturaleza de oferta pública (vale decir, de carácter genérico), debe dirigirse a todos los accionistas destinatarios por igual y con las mismas condiciones.

*Relación / Diferencia:*

El PIT del modelo británico de OPA obligatoria se enmarca “ante” y “dentro” de los procesos de toma de control, mientras que el PIT del modelo estadounidense de OPA voluntaria se circunscribe exclusivamente “dentro” de las OPAs.

- d) Breve análisis comparativo de las características del modelo británico de OPA obligatoria respecto de las características de otros sistemas de OPA obligatoria y sus implicancias con el PIT

Como se ha señalado, el modelo británico de OPA obligatoria establecido por el *City Code* se caracteriza por ser un sistema que tiene como principales características la de ser “posterior y total”.

No obstante, si bien el modelo británico impuso un sistema de OPA obligatorio que –como veremos más adelante- ha influenciado a muchas regulaciones europeas y latinoamericanas, esta regla impositiva no se presenta uniforme en todos los países, pues hemos identificado diferencias básicas respecto del

---

<sup>450</sup> Véase el numeral 1.3.2 del Capítulo II de este trabajo, p. 152 y ss.

momento en que se exige la formulación de la OPA (previa o posterior) y de la extensión de la misma (total o parcial).

Siendo ello así, corresponde analizar cada una de las características que presentan los sistemas de OPA obligatorio (sea previo, posterior, total y/o parcial), incluyendo el sistema impuesto por el modelo británico, a efectos de determinar las ventajas, desventajas y el nivel de protección de que presentan las distintas regulaciones en general, así como el modelo británico en particular.

(i) OPA previa vs. OPA posterior:

Dentro de un sistema de OPA obligatorio, la elección por parte del legislador de la OPA previa o de la OPA posterior se produce como el fruto de una opción de política regulatoria en la que se tienen en cuenta las ventajas y desventajas de cada una, así como el deseo de potenciar alguno de sus efectos sobre otros. Entre las ventajas y desventajas que presentan estas dos opciones, destacamos principalmente:

**Cuadro No. 12**  
**OPA Previa vs. OPA Posterior**  
**Ventajas y Desventajas**

	Ventajas	Desventajas
<b>OPA Previa</b>	Permite participar a todos los accionistas en el proceso de cambio de control, pudiendo con ello: (i) vender al mismo precio y (ii) decidir si se procederá con la toma de control vendiendo o no sus acciones.	Restringe la forma de adquisición societaria a este único mecanismo, ya que deber formularse una OPA cuando se “pretenda” alcanzar el control de una sociedad cotizada.
	Permite la creación de una verdadera subasta en la adquisición del control, al darse la posibilidad de generarse “ofertas competidoras” (y obtener un precio más alto por sus acciones)	Falta de capacidad del ente regulador para determinar cuándo una persona tiene la intención de tomar el control.
		Si no se puede determinar la intención de adquirir el control, existiría también falta de capacidad para obligar a formular una OPA.
<b>OPA Posterior</b>	Es indiferente el mecanismo utilizado para adquirir el control (cesión de control, compra en el mercado abierto, etc.), otorgando libertad al adquirente	
	Se determina de forma más precisa y objetiva el momento en que se origina la obligación de formular una OPA.	Los accionistas minoritarios no han tenido la posibilidad de decidir sobre el cambio de control.
	Si bien los accionistas minoritarios no participan en la decisión de transferir el control, tienen la posibilidad de desinvertir en igualdad de condiciones, protegiendo así sus intereses económicos.	No se puede generar una subasta para la venta de la sociedad, ya que el control ha sido tomado antes de la formulación de la OPA.

Fuente<sup>451</sup>

Elaboración: Propia

<sup>451</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 127-139.

(ii) OPA total vs. OPA parcial:

Dentro de las posibilidades de elección con que cuentan las regulaciones que han optado por un sistema de OPA obligatoria, podemos mencionar, además, la clasificación entre OPAs totales y OPAs parciales. Al igual que en el caso de las OPAs previas y posteriores, la elección de una u otra implicará también una política regulatoria concreta, que tome en cuenta las ventajas y desventajas que acarrea cada una. Pasamos por ello a detallar las principales:

**Cuadro No. 13**  
**OPA Total vs. OPA Parcial**  
**Ventajas y Desventajas**

	Ventajas	Desventajas
<b>OPA Total</b>	Permite a todos los accionistas participar en la decisión de cambio de control o en la venta de sus acciones.	Encarece el mercado de control societario y reducen la formulación de OPAs que, en principio, se consideran positivas para los accionistas (Teoría del Mercado de Control)
		Si es aceptada por todos los accionistas, el resultado será que todas las acciones terminaran en manos de un solo adquirente, lo cual supondría una "exclusión fáctica" del mercado de valores de la <i>target</i> .
<b>OPA Parcial</b>	Permite al oferente adquirir el número de acciones que realmente le interesan para tomar el control.	Los accionistas no podrán vender todas sus acciones cuando las aceptaciones de la oferta sean superiores al número de valores que el adquirente se ha comprometido a adquirir, quedándose en la misma posición (minoritarios)
	Reduce el costo de adquisición.	La porción de prima de control percibida por los accionistas en muchas ocasiones no compensa la depreciación de la participación que no se puede enajenar.

Fuente<sup>452</sup>

Elaboración: Propia

<sup>452</sup> *Ídem.*, pp. 139-143; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Artículo 3°. Oferta obligatoria cuando se alcanza el control*. En: GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier y Jaime ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE (directores) *La Regulación de las OPAS... Óp. cit.*, p. 101; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Óp. cit.*, pp. 34-35.

(iii) El Principio de Igualdad de Trato (PIT) y sus implicancias en el modelo británico de OPA obligatoria y en otros sistemas de OPA obligatoria:

Como se ha descrito, el *City Code* ha introducido el “principio de igualdad de trato - PIT” (en su doble contenido: distribución de la prima de control y mecanismo de salida) como principio rector que inspira el modelo británico de tomas de control, con la finalidad de proteger a los accionistas minoritarios ante este tipo de operaciones.

Por ello, corresponde determinar si, a la luz del principio de trato igualitario, la opción regulatoria dispuesta por este modelo (a saber, la OPA obligatoria, posterior y total) brinda el marco de protección adecuado en favor de los accionistas minoritarios.

Para dicho efecto, analizaremos y describiremos los principales perjuicios que con relación al principio de igualdad de trato (en su doble contenido) se pueden presentar en cada una de las formas de OPA obligatoria (esto es, tanto la OPA previa y la OPA posterior, así como la OPA total y la OPA parcial), de manera que finalmente podamos establecer cuál es el nivel de protección del modelo británico en relación a otros sistemas de OPA obligatoria.

- En relación a la Participación en la prima de control: Los casos en que el principio de igualdad de trato puede verse vulnerado a través de esta vía son, fundamentalmente, cuando se formulan las OPAs “previas” y las OPAS “posteriores”. Ello, si tenemos en cuenta que, como veremos más adelante,

en estos dos casos es posible discriminar el precio de las acciones (incluyendo, la prima de control) a favor de algunos accionistas mediante adquisiciones anteriores a la OPA. Esta vulneración no la vemos en las OPAs totales y parciales, debido a que en estas últimas lo relevante es el alcance de la oferta<sup>453</sup>.

Ahora, si bien en un sistema de OPA obligatoria “previa” la toma de control puede realizarse en un solo acto (con lo cual todos los accionistas participarán por igual de la prima de control), también pueden producirse casos en que la toma de control se realice mediante actos sucesivos, en donde en un primer momento el oferente adquiere acciones de distintos accionistas, ya sea dentro o fuera del mercado y, posteriormente, cuando pretende efectivamente alcanzar el control, formula una OPA. Como señala SALA I ANDRÉS, en la hipótesis planteada puede surgir una discriminación en la distribución de la prima de control, toda vez que el adquirente puede haber pagado por las primeras acciones un precio superior al que determina finalmente en la OPA<sup>454</sup>.

Dicha discriminación en la prima de control también puede producirse en sentido inverso, conforme explica el profesor Jaime ZURITA, en el supuesto en que, en una primera etapa, se adquiere un porcentaje de acciones que no

---

<sup>453</sup> Si bien se sabe que en las OPAs parciales no todos los valores reciben la prima de control (con lo cual podría decirse que se está vulnerando este elemento del principio de igualdad de trato), la técnica del prorrateo que generalmente se establece en estos sistemas permite que “todos los accionistas” obtengan dicha prima, aunque la prima no sea por todos los valores sino sólo por los que se llegan a adquirir.

<sup>454</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 138.

genera la obligación de formular una OPA a un determinado precio y luego se termina formulando la OPA por un precio mayor<sup>455</sup>.

En ambos casos, se dice, que si existía el propósito desde un inicio de adquirir el control, debería haberse formulado la OPA previamente y en un solo acto y, además, no debería haberse dado mejor trato a unos accionistas que a otros<sup>456</sup>. Por ello, cuando existan compras anteriores a la formulación de una OPA obligatoria previa, la doctrina ha manifestado que deberá limitarse el precio que puede ofrecer el oferente (imposición del “Precio Eequitativo”), para así permitir que todos los accionistas vendan al mismo precio, sin discriminación de la prima de control<sup>457</sup>.

Por su parte, cuando se establece un sistema de OPA obligatoria “posterior”, las tomas de control generalmente tienen lugar antes de la formulación de la OPA, con lo cual el adquirente, al haber alcanzado el control, no tendrá ningún deseo de pagar un precio con prima por las acciones en una OPA. De ahí que, también en este supuesto, la doctrina considera preciso incluir una regulación que permita respetar el mismo precio para todos los accionistas, exigiendo que el valor de la contraprestación de la OPA sea igual al precio superior (con prima) pagado anteriormente por el adquirente por acciones de la misma clase<sup>458</sup>, es decir, el denominado “precio equitativo”.

---

<sup>455</sup> ZURITA SAÉNZ DE NAVARRETE, Jaime. *Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). Régimen Jurídico... *Óp. cit.*, p. 60.

<sup>456</sup> *Ibidem*.

<sup>457</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Loc. cit.*

<sup>458</sup> *Ídem.*, p. 139.

En otras palabras, estemos frente a un sistema de OPA previo o posterior, la mejor manera de no afectar el principio de trato igualitario desde el punto de vista de la distribución igualitaria de la prima de control se dará cuando la propia regulación establezca un “Precio Equitativo” dentro del procedimiento de la OPA, conforme lo ha hecho, por ejemplo, el modelo británico de OPA obligatoria, posterior, total y a un precio equitativo.

- En relación al Mecanismo de salida: El principio de igualdad de trato, visto como un mecanismo de salida a favor de los accionistas minoritarios ante una toma de control, puede ser afectado, básicamente, en los casos de OPAs obligatorias “parciales”.

Como señala GARCÍA DE ENTERRÍA, en los sistemas donde se establece la OPA obligatoria “parcial” el derecho de salida operará de forma imperfecta debido a que los accionistas se verán forzados a permanecer en la misma como minoritarios con los valores que no puedan acogerse –por exceso de aceptaciones- a la OPA formulada<sup>459</sup>. Existe, pues, una evidente discriminación o trato desigual contra los accionistas minoritarios, quienes sólo podrán vender parte de sus valores (de acuerdo a una regla de prorrateo<sup>460</sup>), mientras que los que venden de manera previa, simultánea o posterior a la OPA podrán disponer de la totalidad de sus valores. Incluso, consideramos que en caso nadie haya vendido valores en dichos supuestos,

---

<sup>459</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 274.

<sup>460</sup> La regla de prorrateo en el reparto de las acciones permite que todos los accionistas participen proporcionalmente de la OPA. Dado que no todas las regulaciones que siguen el modelo británico de OPA obligatoria tienen la característica de la “totalidad” de la oferta sino de la “parcialidad”, se establece que las OPAs necesariamente deben formularse por un porcentaje de acciones, de manera previa o posterior a la adquisición (dependiendo de la opción tomada por el legislador).

el sólo hecho de que se imponga la oferta sobre un número determinado de acciones perjudica, *per se*, a los accionistas, pues no contarán con una vía de escape ante la llegada de un nuevo controlador.

Por ello, un sistema que propugne un sistema de OPA obligatoria “parcial”, en contra de lo que proclama como finalidad (la protección al accionista minoritario) no garantiza plenamente ello, en tanto uno de los elementos del principio de igualdad de trato (la vía de salida) no se cumplirá completamente, desprotegiendo a los accionistas minoritarios ante los riesgos que pueda generar un cambio de control (lo cual ha sido finalmente su objetivo).

En sentido contrario, cuando se configura un sistema de OPA obligatoria “total”, al estar dirigida la oferta a la totalidad de los valores, se pretende que todos los accionistas tengan un verdadero mecanismo de salida frente a una toma de control, pudiendo abandonar la sociedad y liquidar su inversión en las mismas condiciones que los accionistas controladores.

Cuando se opta por una OPA “total”, no es posible, pues, que exista *per se* un problema o perjuicio sobre los accionistas minoritarios con relación al mecanismo de salida de la sociedad objetivo ante una toma de control, siendo, más bien, un mecanismo protector de estos accionistas.

Habiendo descrito los potenciales perjuicios que podrían generarse en las distintas formas en que el sistema de OPA obligatoria puede desarrollarse (esto es, mediante la OPA previa y la OPA posterior, así como la OPA total y la OPA parcial), presentamos a continuación un cuadro que resume las implicancias e

impone una calificación a cada una de estas formas de OPA obligatoria, de acuerdo a su nivel de protección al accionista minoritario y en atención a los dos elementos del principio de igualdad de trato que prescribe el modelo británico:

**Cuadro No. 14**  
**Elementos del Principio de Igualdad de Trato y su implicancia en los tipos de OPA Obligatoria**

		OPAs obligatoria			
		Previa	Posterior	Total	Parcial
<b>Principio de Igualdad de Trato</b>	Igualdad en la Prima de Control (5 puntos)	Potencial perjuicio <sup>461</sup> si existen adquisiciones anteriores y no se imponen límites al precio. Se debe instaurar "precio equitativo"	Potencial perjuicio <sup>462</sup> si no se imponen límites al precio. Se debe instaurar "precio equitativo"	No Aplica	No Aplica
	Mecanismo de Salida (5 puntos)	No Aplica	No Aplica	<b>Protección adecuada</b>	<b>Perjuicio</b>
<b>Calificación</b> (del 1 al 10, siendo 10 mayor protección)		5	5	10	0

*Elaboración:* Propia

Como se aprecia, un análisis individual de los tipos de OPAs que pueden adoptarse en un sistema de OPA obligatorio nos lleva a concluir que, de todos, la OPA total presenta un adecuado marco de protección en favor de los accionistas minoritarios.

<sup>461</sup> La posibilidad de este perjuicio en contra de los accionistas minoritarios nos hace restar puntaje a este tipo de OPA, de 10 puntos posibles a 5 puntos.

<sup>462</sup> La posibilidad de este perjuicio en contra de los accionistas minoritarios nos hace restar puntaje a este tipo de OPA, de 10 puntos posibles a 5 puntos.

Empero, siendo la finalidad de este punto analizar si las características del modelo británico de OPA obligatoria (OPA posterior y total) cumplen –de manera conjunta- con el principio de igualdad de trato que irroga este sistema, hemos elaborado el siguiente cuadro que conjuga los cuatro tipos de OPA que puede tener un sistema de OPA obligatoria para que, a la luz de la calificación propuesta en el cuadro precedente, podamos determinar dicho cumplimiento:

**Cuadro No. 15**  
**Calificación/valoración de los Tipos de OPA Obligatoria a la luz del Principio de Igualdad de Trato**

	OPA Previa	OPA Posterior
OPA Total	15	15
OPA Parcial	5	5

*Elaboración: Propia*

Donde se desprende que, desde una óptica estrictamente constreñida al principio de trato igualitario, la “OPA previa y total”, así como la “OPA posterior y total”, cumplen con la finalidad de todo sistema de OPA obligatorio, al tutelar de manera efectiva a los accionistas minoritarios.

En conclusión, cuando un sistema imponga la OPA total, existirá siempre protección al accionista minoritario. Y siendo el modelo británico uno con características “posterior y total”, podemos afirmar que este modelo cumple efectivamente con su finalidad.

No obstante, cabe precisar que la elección de una u otra característica en el marco de un sistema de OPA obligatorio (sea previo, posterior, total o parcial) dependerá muchas veces de la valoración que el legislador adopte: por un lado, priorizando una adecuada protección a los accionistas minoritarios a través del cumplimiento del principio de igualdad de trato con sus dos elementos y sin importar los costos que ello conlleve; o, por otro lado, analizando y priorizando las ventajas y/o desventajas que presenta cada característica, desestimando, en cierta medida, el doble contenido del principio de igualdad de trato. Esto quiere decir que, por más consciente que pudiera el legislador respecto de la protección que brinda la OPA total, muchas veces los sistemas obligatorios no establecen dicha característica al priorizar otros elementos.

Así, puede entenderse, por ejemplo, por qué muchas regulaciones han optado por sistemas obligatorios que no presentan un adecuado marco de protección a los accionistas minoritarios, como es el caso de sistemas que imponen las OPAs parciales<sup>463</sup>, ya que, como manifiesta GARCÍA DE ENTERRÍA, los mismos se “justifican únicamente por el comprensible propósito de no encarecer y de no gravar en exceso las operaciones de cambio de control”<sup>464</sup>. Parece, pues, que dichas regulaciones se han dejado de llevar por la “moda” de la OPA obligatoria, pero dejando de lado la razón de ser de la misma.

Gráficas en este punto terminan siendo las palabras de Ana María SALA, quien sostiene que la permisión de OPAs parciales significa una “solución de

---

<sup>463</sup> Entre ellas, tenemos la derogada regulación de OPA española (Real Decreto 1197/1991), la cual, siguiendo el modelo británico de OPA obligatoria, optó por un sistema de OPA previo y parcial.

<sup>464</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 273. En el mismo sentido, SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Óp. cit.*, p. 35.

compromiso” entre el principio de igualdad de trato y el excesivo esfuerzo económico que representan para el oferente las OPAS totales<sup>465</sup>.

e) Otros ordenamientos inspirados en el modelo británico:

El modelo británico de regulación del mercado de control societario, constituido por el sistema de OPA obligatorio, ha tenido una influencia decisiva sobre la conformación y evolución de numerosos ordenamientos europeos que, ante la súbita irrupción de las operaciones de adquisición en su mercado, y por su limitada experiencia normativa en este campo, encontraron en el *City Code* uno de los principales puntos de referencia a la hora de abordar la regulación jurídica de la OPA<sup>466</sup>.

Fundamentalmente, se considera que la influencia británica ha tenido lugar por una doble vía:

- De forma directa: debido a que algunos Estados de la Unión Europea, viendo la necesidad de regular las tomas de control, se inspiraron en el *City Code*, único sistema que representaba un desarrollo completo de la OPA obligatoria; o,
- De forma indirecta: en tanto el modelo británico de OPA obligatoria inspiró: (i) a las distintas versiones de la “Propuesta de Decimotercera Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición”, la cual a su vez inspiró las regulaciones

---

<sup>465</sup> SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 141.

<sup>466</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 46-47.

europas sobre OPAs; y, (ii) a la Directiva 2004/25/CE, norma comunitaria de obligatorio cumplimiento para los países miembros de la Comunidad Europea, quienes debieron transponerla a sus regulaciones internas.

Entre los principales ordenamientos europeos que, de acuerdo al modelo británico, han procurado atender las necesidades de tutela de los accionistas minoritarios en las operaciones de tomas de control mediante la imposición de un sistema de OPA obligatorio, sea directa o indirectamente, podemos mencionar a: España, Francia, Italia y Alemania.

Asimismo, la influencia de este sistema llegó también a países latinoamericanos como Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México, Venezuela y Perú, quienes ante la necesidad de regular el mercado de control de sociedades cotizadas, optaron por copiar primordialmente la regulación española sobre OPAs vigente en su momento y, de esta manera, optar indirectamente por el modelo británico de OPA obligatoria<sup>467</sup>.

No obstante, vale decir que una de las principales diferencias entre el régimen británico con los regímenes desarrollados tanto en los Estados de la Unión Europea como en Latinoamérica se encuentra en la naturaleza jurídica de la propia regulación. En efecto, los Estados europeos y los países latinoamericanos han incluido el sistema de OPA obligatoria en textos de naturaleza legal y, por ende, de obligatorio cumplimiento, mientras que el sistema británico –conforme

---

<sup>467</sup> Aunque cada país reguló la OPA obligatoria con diferentes características, como veremos más adelante.

hemos descrito precedentemente- ha optado por una *self-regulation* para el desarrollo de esta regulación.

(i) Comunidad Europea: Directiva 2004/25/CE

El modelo británico de OPA obligatoria fue acogido –parcialmente- por la Comunidad Europea desde inicios de los años sesenta a través de una Recomendación a los Estados miembro<sup>468</sup>. En dicha oportunidad, se recomendó la introducción del “principio de igual de trato” en las operaciones de tomas de control, procurando con ello armonizar la regulación del mercado de control societario en la Unión Europea.

Sin embargo, no fue hasta que se encargó a la Comisión Europea elaborar un proyecto de Directiva sobre OPAs, donde se hizo manifiesto la pretensión de regular en estricto esta materia. Así, en enero de 1989 se aprobó la famosa “Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a Ofertas Públicas de Adquisición”, la cual establecía a nivel comunitario el sistema de OPA obligatorio. Este documento, no obstante su novedad y pretensión, presentó una fuerte resistencia por parte de algunos Estados miembro, situación que motivó la revisión, modificación y planteamiento de sucesivas propuestas del mismo (años 1989,

---

<sup>468</sup> En julio de 1977 se plasmó este principio en el denominado Código de Conducta Europeo, aprobado mediante Recomendación de la Comisión Europea 77/534/CEE. Señala Carlos De Cárdenas que el tercer principio general de este Código fue el de “igualdad de trato de los accionistas”. Al respecto, el citado código recomendaba que todos los tenedores de valores de una misma clase emitidos por una sociedad debían ser tratados de forma igualitaria, especialmente, cuando se producía una cesión de control. *Cfr.* DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 33.

1996, 2000 y 2002)<sup>469</sup>, hasta llegar, el 21 de abril del año 2004, a la aprobación del texto final: la actual “Directiva 2004/25/CE, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición”.

Al igual que el modelo británico, la Regulación Comunitaria en materia de OPAs desarrollada por la Directiva 2004/25/CE tiene como finalidad proteger al accionista minoritario, siendo precisamente este último el bien jurídico tutelado por este sistema<sup>470</sup>. Asimismo, la razonabilidad de dicha medida de protección sigue la misma lógica valorativa que la establecida por el modelo británico, por lo que nos remitimos a lo descrito sobre el particular.

En resumen, la Directiva 2004/25/CE establece los principios generales de este sistema (seis principios), siendo el principal y del cual se desprenden los demás el “trato equivalente entre todos los accionistas”<sup>471</sup>. Es por ello que para el ejercicio de este principio y de la finalidad perseguida por esta regulación, se impone el mecanismo de la OPA obligatoria, *a posteriori*, total y a un precio equitativo<sup>472</sup>

---

<sup>469</sup> Para mayor información sobre los antecedentes históricos, debates y documentos de trabajo relacionados a la Propuesta de Decimotercera Directiva véanse DAUNER LIEB, Barbara y Marco LAMANDINI. *Nueva propuesta de Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición y el establecimiento de unas reglas de juego uniformes. Con particular referencia a las recomendaciones formuladas por el Grupo de expertos de alto nivel sobre Derecho de Sociedades creado por la Comisión Europea*. Dirección General de Estudios, Parlamento Europeo. Documento de Trabajo. Luxemburgo. 2002, 73 pp.; BONELL, Ramón. *Óp. cit.*, pp. 149-204; DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 27; GUEVARA BRINGAS, Ricardo. *Óp. cit.*, pp. 272-275; BECHT, Marco. *Reciprocity in Takeovers*. European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 14/2003. 29 pp; COATES IV, John C. *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations be?*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 450. 2003, 28 pp.; FERRELL, Allen. *Why Continental European Takeover Law matters... Loc. cit.*; MÜLBERT, Peter O. *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?* European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 13/2003. 25 pp.

<sup>470</sup> Véase al respecto el considerando 9 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>471</sup> Véase el artículo 3, inciso a) de la Directiva 2004/2/CE.

<sup>472</sup> Véase el artículo 5, numeral 4 de la Directiva 2004/2/CE.

entre todos los accionistas cuando se adquiriera el control<sup>473</sup> de una sociedad cotizada constituida en cualquiera de los Estados miembro<sup>474</sup>. Estas características del sistema comunitario, vale decir, son de gran relevancia teniendo en cuenta que –como lo exige la propia Directiva 2004/25/CE- dichos Estados miembro deben armonizar sus regulaciones internas a esta norma comunitaria y, en tal medida, incorporar dichas características<sup>475</sup>.

(ii) España: *Real Decreto 1066/2007*

En España, la regulación sobre OPAs ha tenido una gran evolución<sup>476</sup>, pasando por una primera etapa que establecía un sistema de OPA voluntaria con algunos

<sup>473</sup> El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de una sociedad cotizada así como los parámetros del concepto “precio equitativo” serán determinados por cada Estado miembro. Ello, junto con otras disposiciones en el mismo sentido han generado que esta norma comunitaria sea denominada una norma de “mínimos”, que busca proponer directrices generales a cada Estado miembro. Cfr. Artículo 5 incisos 1 y 4 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>474</sup> Véase el artículo 5 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>475</sup> Para mayor información sobre la regulación establecida en la Directiva 2004/25/CE, véanse SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Óp. cit.*, pp. 43-66; DAVIES, Paul, Edmund-Philipp SCHUSTER y Emilie VAN DE WALLE DE GHELCKE. *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?* European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 141/2010. 2010, 56 pp.; SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *La armonización disgregante: La Directiva de OPA's y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas*. Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 2006. 61 pp.; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *Métodos de concentración transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPA's y otros métodos alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE*. Documento de Trabajo N° 6115 publicado por el Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 2007, 32 pp.; RICO CARRILLO, Mariliana. *El control jurídico de las OPA's: La legislación española frente a la Directiva 2004/25/CE*. En: Foro Jurídico 6. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2006, pp. 129-139; ARRANZ, Gregorio. *Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español. La incorporación de la Directiva 2004/25/CE*. En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José (director). *Curso de bolsa y mercados financieros*. Instituto Español de Analistas Financieros. Barcelona: Ariel. 2007, pp. 388-401.

<sup>476</sup> Para mayor información sobre los orígenes y evolución de la regulación española sobre OPAs, incluyendo su transposición a la Directiva 2004/25/CE, véanse principalmente BONELL, Ramón. *Óp. cit.*, pp. 39-57; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas... Óp. cit.*, p. 69 y ss.; RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la*

supuestos de OPA obligatoria y previa<sup>477</sup>; luego por una segunda etapa que imponía el sistema de OPA obligatoria, previa (con algunos supuestos de OPA posterior) y parcial<sup>478</sup>; para finalmente llegar, como consecuencia de la entrada en

---

*Ordenación.* En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). Derecho de OPAS... *Óp. cit.*, pp. 35-43; GARCÍA MANDALÓNIZ, Marta. *Consideraciones sobre el nuevo régimen jurídico español de OPAs: De la necesidad inicial a la bienvenida final.* En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). Régimen Jurídico de las Ofertas... *Óp. cit.*, pp. 37-91; MÍNGUEZ PRIETO, Rafael. *Presentación. El nuevo régimen jurídico de las OPAs en el marco de la evolución del Derecho Español.* En: GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier y Jaime ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE (directores) La Regulación de las OPAs... *Óp. cit.*, pp. 45-58. Estos tratados son los más destacados en la doctrina española sobre OPAs y contienen un importante análisis de su actual regulación OPAs: el Real Decreto 1066/2007. Para un resumen de esta regulación véanse entre los documentos más destacados GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Modificación de la normativa de OPA's en España.* Boletín Clifford Chance. Madrid. 2007, 18 pp.; URÍA MENÉNDEZ. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores.* Madrid: Uría & Menéndez Abogados. 2007, 174 pp.; SANCHEZ CALERO, Fernando. *Líneas Generales del Nuevo Régimen sobre las OPA's.* En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 106, abril-junio. 2007, pp. 9-40; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España.* Documento de Trabajo N° 7900 publicado por el Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional EPrintis Complutense. 2008, 58 pp.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *El misterio de las OPA's: Realidad, Doctrina y Regulación.* En: GONZÁLES CASTILLA, MARIMON DURÁ y RUIZ PERIS (coordinadores.). Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo. Valencia: Universidad de Valencia, Servicio de Publicaciones. 2010, pp. 741-754. Asimismo, importantes análisis y comentarios doctrinales del derogado Real Decreto 1197/1991, pero que mantienen aún un elevado grado de relevancia, pueden encontrarse en GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA...* *Óp. cit.*, pp. 107-131; SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, p. 147 y ss.; DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 23 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Introducción.* En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). Régimen Jurídico... *Óp. cit.*, p. 11 y ss.; YBAÑEZ RUBIO, Javier. *Régimen Legal Español de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA).* En: ZUNZUNEGUI, Fernando (Coordinador). Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil. Madrid: Editorial Constitución y Leyes, Colex. 2001, pp. 151-184; PALACÍN, María José. *Las Ofertas Públicas de Adquisición en España (1991-2002).* En: Revista de Bolsa de Madrid N° 127. 2004, 12 pp.; ANSELIN ÁVILA, Ericka y Javier DE LA CHICA DÍAZ. *Ofertas Públicas de Adquisición: Un análisis de cinco OPAs en España...* *Loc. cit.*

<sup>477</sup> La primera etapa sobre el fenómeno de las OPAs en España está compuesta por dos normas. En un inicio, a través del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre; y, posteriormente, pero en la misma línea, con la publicación del Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, que derogó el primero.

<sup>478</sup> La segunda etapa regulatoria sobre OPAs en España, que establece el sistema de OPA obligatoria, se inicia con la publicación de la Ley del Mercado de Valores (LMV), Ley 24/1988, de 28 de julio. Posteriormente dicha ley tuvo su desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Este reglamento tuvo durante sus 17 años de vigencia numerosas modificaciones, siendo la más importante la última de ellas, el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril. Con relación a los cambios impuestos por este último Real Decreto véase RICO CARRILLO, Mariliana. *El control jurídico de las OPA's...* *Loc. cit.*; FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER. *Reflexiones sobre la reforma del régimen de OPAs.* Boletín Abril. Madrid. 2003, 19 pp.

vigencia de la Directiva 2004/25/CE, a un sistema de OPA obligatoria, *a posteriori* y total<sup>479</sup>.

En la actualidad, la regulación española sobre OPAs tiene su fundamento en el artículo 60° de la Ley de Mercado de Valores de España, Ley 24/1988, de 28 de julio, modificada por la Ley 6/2007, de 12 de abril<sup>480</sup> y en su reglamento, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre ofertas públicas de adquisición de valores. Ambas normas tienen como principal influencia<sup>481</sup> a la Directiva

---

<sup>479</sup> La tercera etapa, se inicia con la publicación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, que reforma la LMV, Ley 24/1988, para la modificación del régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición y de la Transparencia de los emisores. Asimismo, se publica un nuevo reglamento acorde con la modificación legal y los postulados de la Directiva 2004/25/CE: el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>480</sup> "Artículo 60.- *Oferta pública de adquisición obligatoria.*

1. *Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:*

- a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad;*
- b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o*
- c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.*

*Las obligaciones a que se refiere este Capítulo se entenderán referidas a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.*

*(...)*

2. *A los efectos del presente Capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.(...)*

*(continúa en la siguiente página)*

3. *Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él. (...)*

<sup>481</sup> Corresponde señalar que la Ley de Mercado de Valores de España es anterior a la Directiva 25/2004/CE, no obstante, dicha Ley fue modificada con el fin de adecuarse a la directiva mediante

2004/25/CE, la cual obligó desde su entrada en vigencia a España, como al resto de los Estados miembros de la Unión Europea, a la modificación de sus regímenes de OPA con el fin de armonizarlos a las disposiciones contenidas en esta norma comunitaria.

De esta manera, y siguiendo los parámetros establecidos por la Directiva 2004/25/CE, se sustituye el criticado sistema de OPAs previas y parciales que establecía el anterior reglamento, el Real Decreto 1197/1991<sup>482</sup>, por un mecanismo de OPA posterior, total y a un precio equitativo<sup>483</sup>, en virtud del cual la persona que alcanza el control de una sociedad cotizada por alguno de los medios contemplados en el Real Decreto 1066/2007, tiene la obligación de formular una OPA por la totalidad de los valores de la sociedad objetivo y a un precio equitativo, de acuerdo a los parámetros que establece el Real Decreto. A estos efectos se entiende por control (i) un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% (ya se alcance por adquisición directa o concertación), o (ii) cuando se haya alcanzado una participación menor al porcentaje precitado pero se designe un número de directores que, de ser el caso, unidos a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del Directorio.

---

la Ley 6/2007, de 12 de abril.

<sup>482</sup> El derogado Real Decreto 1197/1991 fue muy criticado por la doctrina española pues establecía un sistema de OPA obligatorio previo que no permitía a quien tuviera la “intención” de tomar el control de adquirir ninguna acción sin la previa formulación de una OPA (el control fue establecido objetivamente por dicha norma como consecuencia de pasar -fundamentalmente- los umbrales de 25% o 50% del capital social de la sociedad objetivo). Ello, además de restringir la libertad del adquirente, hacía difícil para la CNMV, ente regulador español, determinar si una persona tenía o no dicha “intención” debido al carácter subjetivo-volitivo del supuesto. Asimismo, esta norma no establecía la imposición de una OPA total, sino que ante la intención de adquirir una participación significativa, la norma imponía determinados porcentajes sobre los cuáles debía recaer la OPA (OPA parcial). Para mayor información véase DE CÁRDENAS SMITH, Carlos. *Óp. cit.*, p. 31 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico... Óp. cit.*, p. 27 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 273-274.

<sup>483</sup> El artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 regula el “precio equitativo” y el procedimiento para su determinación.

La oferta deberá presentarse en el plazo de un mes desde que se alcance el control de la sociedad objetivo, o dentro de los tres meses siguientes para el caso de tomas de control indirectas.

Como se aprecia, son principalmente tres las notas distintivas de la actual regulación española sobre OPAs: *a posteriori*, total y a un precio equitativo.

Sobre la finalidad de esta regulación, al tener ésta su origen y principal influencia en la Directiva 2004/25/CE, tiene también la misma lógica valorativa que la establecida por el modelo británico (de la cual esta directiva tuvo –a su vez– una marcada influencia) que señala que las tomas de control pueden generar perjuicios a los accionistas minoritarios<sup>484</sup>. La finalidad de esta regulación es, por tanto, la “protección al accionista minoritario”, siendo dicho accionista el bien jurídico tutelado por el sistema español. Asimismo, para cumplir con dicha finalidad se establece el principio de “igualdad de trato” como principio rector que inspira esta regulación, y la imposición de la OPA obligatoria, *a posteriori* y total como el mecanismo que hace efectivo dicho principio<sup>485</sup>.

No obstante, cabe precisar que la regulación española no siempre impuso una correcta protección a los accionistas minoritarios, siendo por ello duramente

---

<sup>484</sup> Recordemos que el fundamento de la normativa comunitaria es la misma de la regulación británica: una valoración, *per se*, negativa de las tomas de control en las que el accionista controlador vende su participación directamente al adquirente (cesión de control), perjudicando con ello a los accionistas minoritarios.

<sup>485</sup> Cfr. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *El misterio de las OPA's...* Óp. cit., p. 749; SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas...* Óp. cit., p. 32.; RECALDE CASTELLS, Andrés. *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, Función Económica y Principios de la Ordenación*. En: JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores). *Derecho de OPAs...* Óp. cit., pp. 52-54; GARCÍA MANDALÓNIZ, Marta. *Consideraciones sobre el nuevo régimen jurídico español de OPAs: De la necesidad inicial a la bienvenida final*. En: BENEYTO, José María y Rita LARGO (directores). *Régimen Jurídico de las Ofertas...* Óp. cit., p. 71.

criticada por la doctrina. Ello, en razón de que su anterior reglamento de OPA, el Real Decreto 1197/1991, al establecer la OPA obligatoria “previa y parcial” dejaba incompleto el contenido del “principio de igualdad de trato” debido a que, en tanto sistema de OPA previo, no cumplía con brindar a los accionistas minoritarios: (i) necesariamente una participación en la prima de control; y, (ii) un correcto mecanismo de salida<sup>486</sup>.

Más allá de las críticas al antiguo reglamento de OPA español, basta mencionar que su trascendencia radica fundamentalmente en que, como veremos más adelante, buena parte de las regulaciones latinoamericanas se influenciaron de dicha norma para el establecimiento de sus propios sistemas de OPA, con lo cual, presentan sus mismas deficiencias regulatorias.

(iii) Otras regulaciones europeas: Francia, Italia y Alemania

Entre los Estados europeos que cuentan con economías significativas, Francia fue uno de los primeros que adoptó el modelo británico de OPAs obligatorias en unos términos prácticamente coincidentes con los del *City Code*<sup>487</sup>. Por su parte, Italia

---

<sup>486</sup> Para mayor información sobre los problemas y perjuicios que plantea al principio de igualdad de trato en un sistema de OPA previo y parcial véase el literal (iii), numeral d) del punto 2.2.2 del capítulo II de este trabajo, p. 208 y ss.

<sup>487</sup> *Ídem.*, p. 47. Es importante señalar que la doctrina francesa en su mayoría destacó esta importación normativa; no obstante, hubo quienes estando de acuerdo resaltan la “falta de originalidad” del legislador francés. Sobre el desarrollo de las tomas de control en Francia, se sabe que éstas realmente no tuvieron lugar hasta que apareció una regulación del mercado de control societario. Puede afirmarse por ello que la causa que provocó la aparición de esta regulación en Francia no fue la necesidad de terminar con unas prácticas que afectaban al mercado de valores, sino que fue necesario desarrollar esta normativa para crear la seguridad jurídica necesaria que permitiera el desarrollo de las tomas de control. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Consideraciones sobre la nueva reglamentación francesa de las ofertas públicas de compra y cambio de acciones*. En: ... (director) Estudios Jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues. Tomo tres. Madrid: Tecnos. 1971, pp. 509-525.

ha sido uno de los últimos en seguir este modelo, siendo Alemania el último de estos tres Estados europeos que ha incorporado este régimen de OPAs.

Respecto de la regulación alemana, mención aparte merece ésta, debido a que por muchos años mantuvo un sistema de OPA voluntaria desarrollado a través de normas de conducta sin rango legal<sup>488</sup>. Sin embargo, primero por influencia del *City Code* británico y de la Propuesta de Decimotercera Directiva sobre OPAs<sup>489</sup>; y, posteriormente, como consecuencia de la entrada en vigencia de la Directiva 25/2004/CE, dicho régimen fue sustituido por uno de OPA obligatoria.

En lo que respecta a las características de los sistemas francés, italiano y alemán, al verse obligados a armonizarse conforme a la Directiva 2004/25/CE, se identifican por ser sistemas de OPA obligatoria, *a posteriori* y total. La finalidad (“proteger al accionista minoritario”), el bien jurídico tutelado (“el accionista minoritario”) y el principio rector sobre el que rigen estas regulaciones (“el trato igualitario”) son los mismos descritos para el caso del modelo británico y guardan el mismo sustento teórico y conceptual.

Presentamos a continuación un cuadro que sintetiza las características más resaltantes de estos sistemas:

---

<sup>488</sup> Véanse al respecto nuestros breves comentarios en el punto 2.2.1 inciso c) del presente Capítulo II, p. 186 y ss. Para mayor abundamiento sobre el sistema de OPA voluntario en Alemania véase GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, pp. 99-106.

<sup>489</sup> Sobre el cambio de régimen voluntario que existía en las Normas de la Comisión de Expertos Bursátiles sobre las Ofertas Públicas y voluntarias de compra y permuta (1979) a uno de OPA obligatoria (establecido por el Código de Conducta sobre ofertas públicas de adquisición del año 1995) véase SALA I ANDRES, Anna María. *Óp. cit.*, pp. 93-96. Posteriormente, la regulación alemana dejó de lado las normas de conducta privadas para establecer un sistema legal de OPA a través de la entrada en vigencia de la Ley de OPAs de 2002 (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz = WpÜG*).

**Cuadro No. 16**  
**Regulaciones europeas inspiradas en el modelo británico de OPA Obligatoria:**  
**Francia, Alemania e Italia**

	Francia	Alemania	Italia
<b>Regulación aplicable</b>	Ley N° 96-597, de julio, el Reglamento General de la Comisión de Operaciones de Bolsa ( <i>Conseil des Bourses de Valeurs</i> ), el Reglamento 2002-04, relativo a las ofertas públicas de adquisición y modificatorias	Ley de OPAs de 2002 ( <i>Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz = WpÜG</i> ) y modificatorias	Decreto Legislativo 58/1998 ( <i>Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria</i> ) y el Reglamento de la <i>Società e la Borsa</i> (CONSOB) 11971 y modificatorias
<b>Exigencia de OPA posterior por el 100% si se alcanza un % en el capital</b>	Sí	Sí	Sí
<b>Respecto de qué participación</b>	(1/3) o más del capital o los derechos de voto de una sociedad cotizada. También si posee entre (1/3) y el 50% del capital social o derechos de voto, y se aumenta en más de un 2% dentro de un período de menos de 12 meses	30% de los derechos de voto	30% de acciones que dan derecho a voto. También si tiene más de 30% pero menos del 50% y aumenta su poder de voto en más de un 3% durante un período de 12 meses
<b>Precio Equitativo</b>	Sí	Sí	Sí
	(En cualquiera de estos casos, el precio de la OPA debe ser, al menos, igual al precio pagado por el oferente durante los últimos 12 meses antes de la presentación de la oferta)		

Fuente<sup>490</sup>

Elaboración: Propia

<sup>490</sup> Por Francia: Cfr. DJEHANE, Youseff. *France. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association - IBA. 2008, 13 pp. Por Alemania: Cfr. KORSCH, Hans Stefan y Maximilian KOCH. *Germany. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association - IBA. 2008, 15 pp. Italia: Cfr. CRISTAUDI, Andrea. *Italy. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association - IBA. 2008, 19 pp. Por todos, Cfr. NENOVA, Tatiana. *Takeover Laws and Financial Development*. World Bank Policy Research. Working Paper N° 4029, October, 2006, pp. 44-46; APARICIO ROQUEIRO, Carlos L. *Óp. cit.*, Anexo A.1 (Regulación de OPA en países europeos).

(iv) La regulación latinoamericana: Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela

En Latinoamérica muchos países han adoptado el modelo británico de OPA obligatoria, teniendo –la mayoría- como principal influencia normativa al sistema español de OPAs establecido por el derogado Real Decreto 1197/1991<sup>491</sup>.

De esta manera, países como Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela cuentan con sendas regulaciones de OPAs, cuya principal característica es la imposición de un sistema de OPA obligatorio que busca proteger al accionista minoritario ante tomas de control de sociedades cotizadas.

No obstante, si bien estas regulaciones han adoptado el modelo británico de OPA obligatoria, su desarrollo reglamentario y, presumimos<sup>492</sup>, los distintos intereses de política regulatoria terminaron por establecer características disímiles en cada país. Así, algunos han adoptado sistemas imperativos de OPA previa, sea total o parcial, mientras que otros han preferido establecer sistemas de OPA posterior, sea también de manera total o parcial; e incluso algunos han optado por mezclar estas características dependiendo de determinados supuestos.

---

<sup>491</sup> Como hemos señalado, el Real Decreto 1197/1991, establecía la OPA obligatoria “previa y parcial”. Dicho régimen dejaba incompleto el contenido del “principio de igualdad de trato” debido a que no cumplía con brindar a los accionistas minoritarios: (i) necesariamente una participación en la prima de control; y, (ii) un correcto mecanismo de salida.

<sup>492</sup> Decimos “presumimos” pues de acuerdo a la literatura de OPAs, muchos países simplemente han copiado la regulación española y la han adecuado en cierta medida a su derecho del mercado de valores interno, sin que exista una verdadera política regulatoria que haya discutido la necesidad y viabilidad de la imposición de un sistema de OPA obligatorio.

Asimismo, del análisis efectuado sobre cada una de estas regulaciones, podemos manifestar que la finalidad (“proteger al accionista minoritario”), el bien jurídico tutelado (“el accionista minoritario”) y el principio rector sobre el que se inspiran estas regulaciones (“el trato igualitario”) vienen a ser los mismos que los descritos en el *City Code* para el caso del modelo británico de OPA obligatoria y mantienen, por tanto, su misma línea argumentativa.

Sin ánimos de ser exhaustivos, a continuación presentamos un cuadro que sintetiza las principales características de los sistemas de OPA establecidos en Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela.



**Cuadro No. 17**  
**Regulaciones latinoamericanas inspiradas en el modelo británico de OPA Obligatoria:**  
**Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, México y Venezuela**

País	Regulación aplicable	Tipo de OPA obligatoria	Hecho desencadenante	Porcentaje (%) obligado a formular OPA	Precio Equitativo
<b>Argentina</b>	Decreto N° 677/2001, "Régimen de Transparencia de la Oferta Pública", y Resolución General 401/2002	Previa parcial  y/o  Previa total	Quien pretenda adquirir 35% o más del capital social con derecho a voto y ello conlleve necesariamente adquirir el control <sup>493</sup>	Depende del % que se pretende adquirir:  50% mínimo (si se desea adquirir 35% o +)  10% mínimo (si se tiene 35% o +, pero menos de 51% y se pretende adquirir 6% o +)  <b>100%</b> (si se desea adquirir 51% o +)	Sí
<b>Brasil</b>	Ley N° 10.303 (31/10/2001) y la Instrucción CVM N° 361 (05/03/2002)	Posterior total	Quien adquiera un "paquete de control", transferido por el/los controladores <sup>494</sup>	<b>100%</b> de las acciones con derecho a voto	No  (contraprestación no inferior al 80% del precio pagado por c/ acción con derecho a voto)
<b>Colombia</b>	Resolución N° 400 (22/05/1995) y Decreto N° 1941 (13/06/2006)	Previa parcial	Quien pretenda adquirir 25% o más del capital social con derecho a voto	% voluntario, mínimo 5% de acciones con derecho a voto	Sí

*(Continúa en la siguiente página)*

<sup>493</sup> De acuerdo a las normas argentinas, se entiende por control a la capacidad de poseer una participación en valores con derecho a voto que les otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en asambleas ordinarias o para elegir o revocar la mayoría de los directores o consejeros de vigilancia. *Cfr.* Art. 2° del Decreto 677/2001.

<sup>494</sup> Según la normativa brasilera, se entiende por controlador a quien posea la mayoría de los votos en las JGA o el poder de elegir a la mayoría de administradores y ejerce su poder para dirigir las actividades sociales y orientar el funcionamiento de sus órganos. *Cfr.* Art. 3° de la Instrucción CVM N° 361.

País	Regulación aplicable	Tipo de OPA obligatoria	Hecho desencadenante	Porcentaje (%) obligado a formular OPA	Precio Equitativo
<b>Costa Rica</b>	Ley N° 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores (08/12/1997) y Reglamento sobre Oferta Pública de Valores (20/04/2006)	Previa parcial	Quien pretenda adquirir 25% o más del capital social con derecho a voto	Depende del % que se pretende adquirir:  10% mínimo (si se desea adquirir 25% o +, pero menos de 51% )  75% mínimo (si se tiene 25% o +, y se pretende adquirir 50% o +)	No
<b>Chile</b>	Ley N° 19.705, que regula la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) (20/12/2000) y la Norma de Carácter General (NCG) N° 104/01 (05/01/2001)	Previa parcial y/o Posterior total	Quien pretenda adquirir el “control” <sup>495</sup> y prima sea como mínimo del 10% de valor de mercado: Previa y parcial  Si luego de una adquisición se alcanza o supera 2/3 de acciones con derecho a voto: Posterior y total	Dependiendo:  % voluntario (OPA previa y parcial)  <b>100%</b> de acciones con derecho a voto (OPA posterior y total)	Sí
<b>México</b>	Ley del Mercado de Valores (30/12/2005)	Previa parcial y/o Previa total	Quien pretenda adquirir 30% o más del capital social con derecho a voto	Depende si quiere obtener el control <sup>496</sup> :  10% mínimo (si limita su tenencia final a no obtener el control)  <b>100%</b> de acciones con derecho a voto (cuando se pretenda obtener el control)	No

(Continúa en la siguiente página)

<sup>495</sup> En Chile, el concepto de control se determina en función de la capacidad que se tiene de asegurar la mayoría de votos en las JGA y elegir a la mayoría de los directores, o cuando se puede influir decisivamente en la administración de la sociedad; además, cuando se tiene la capacidad de controlar al menos un 25% del capital con derecho a voto, siempre que no exista otro operador con un porcentaje igual o mayor. *Cfr.* Art. 97° de la Ley 18.045.

<sup>496</sup> En México, el concepto de control está determinado por la capacidad de imponer decisiones en JGA o nombrar o destituir a la mayoría de los administradores. También a mantener la titularidad de derechos que permitan ejercer el voto respecto de más del 50% del capital social; o a dirigir las principales políticas de una sociedad. *Cfr.* Art. 2° de la Ley de Mercado de Valores de México.

País	Regulación aplicable	Tipo de OPA obligatoria	Hecho desencadenante	Porcentaje (%) obligado a formular OPA	Precio Equitativo
Venezuela	Ley de Mercado de Valores (05/11/2010) y Normas sobre Ofertas Públicas de Adquisición, de Intercambio y Tomas de Control (18/09/2000)	Previa parcial y/o Previa total	Quien pretenda adquirir 10% o más del capital social con derecho a voto: Previa y parcial  Si ya se tiene el control y se pretende incrementar su participación: Previa y parcial / Previa y total (dependiendo del % de tenencia)	Depende del % de tenencia:  % voluntario (si no se tiene el control)  75% mínimo (si se tiene control pero menos de 75%)  <b>100%</b> de acciones con derecho a voto (si se tiene más de 75% y se pretende +)	Sí

Fuente<sup>497</sup>

Elaboración: Propia

Las ventajas de una u otra regulación, así como el nivel de protección a los accionistas minoritarios -visto a la luz del principio de igualdad de trato-, pueden inferirse del análisis efectuado en el numeral d) del punto 2.2.2 del presente capítulo, relacionado a las ventajas, desventajas y marco de protección de las clases de OPA que pueden establecerse en los sistemas de OPA obligatoria (a

<sup>497</sup> Además de la revisión de las normas citadas de cada país, por Argentina: Cfr. MICUCCI, Leonardo A. *Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Capitales Argentino: Nociones Básicas en torno a su Regulación Legal*. En: Revista Argentina de Derecho Empresario. Abril, 2011. Por Brasil: Cfr. GONZÁLEZ-ESPEJO GARCÍA, Pablo y Marco ZAMBRINI. *Una aproximación al Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en Brasil*. En: Actualidad Jurídica Uría & Menéndez N° 4. Enero-Abril, 2003, pp. 73-85. Por Colombia: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. *Acciones - Oferta Pública de Valores*. En: Boletín Jurídico N° 3, Mayo-Junio, 2006. Por Costa Rica: Cfr. MONTEALEGRE CORTÉS, Johanna. *La compra de valores a través de la OPA obligatoria*. Tesis para optar el grado de Licenciado en Derecho. San José: Facultad de de Derecho, Universidad de Costa Rica. Por Chile: Cfr. CLARKE DE LA CERDA, Álvaro y Carlos BARSALLO. *Loc. cit.*; PFEFFER URQUIAGA, Francisco. *Nuevas regulaciones en las Tomas de Control y Oferta Pública de Adquisición de Acciones*. En: Revista Chilena de Derecho, volumen 28, N° 1. 2001, pp. 113-141; VALDERRAMA, Mario. *Control como causal de una Oferta Pública de Adquisición de acciones obligatoria y su regulación en Chile*. En: Derecho y Humanidades, N° 16, volumen 2, 2010, pp. 203-224. Por Venezuela: BADELL MADRID, Rafael y Nicolás BADELL. *Régimen Jurídico de las OPA's en Venezuela*. En: XXIX Jornadas J.M. Domínguez Escovar en homenaje a los Dres. José Rafael Mendoza y Manuel Vicente Ledesma. Barquisimeto: Tribuna Jurídica. 2004, 116 pp.

saber: previa, posterior, total y parcial), por lo que no abundaremos en detalle al respecto<sup>498</sup>.

### 2.2.3 A manera de conclusión de este punto

A lo largo del punto 2.2 de este trabajo, denominado “modelos regulatorios de la OPA”, hemos descrito el marco conceptual, normativo y los alcances de los dos grandes modelos o paradigmas de regulación de OPAs en el mundo: el modelo estadounidense de OPA voluntaria y el modelo británico de OPA obligatoria.

Del análisis efectuado, podemos concluir que ambos modelos se distinguen por el hecho que el sistema británico de OPA obligatoria restringe la libertad del adquirente, pues para obtener el control deberá formularse una OPA sobre la sociedad objetivo; en tanto el sistema estadounidense se presenta como un modelo flexible, donde el adquirente tiene la capacidad de elegir el mecanismo de adquisición que mejor le convenga. La razón de esta diferencia, como se ha podido describir, consiste en que ambos modelos guardan finalidades, principios y bienes jurídicos tutelados distintos o, por lo menos, con diferente extensión.

---

<sup>498</sup> No obstante, un ejemplo de este tipo de análisis puede efectuarse respecto de la regulación argentina –descrita en el cuadro precedente-. En este caso, se puede indicar que al haberse instituido la OPA previa, pero con un precio equitativo, no existirá la posibilidad de que se produzca discriminación de precios mediante ventas anteriores, por lo que se mantendrá la igualdad en la prima de control, uno de los dos elementos del principio de igual de trato. Sin embargo, al existir la posibilidad de que las OPAs sean parciales, no se daría un verdadero mecanismo de salida a favor de los accionistas minoritarios, lo cual afectaría en este punto al principio de igualdad de trato. Por otra parte, la OPA previa puede generar inconvenientes para el ente regulador argentino, toda vez que el supuesto generador de la obligación de formular una OPA tiene un elemento volitivo difícil de probar: la “pretensión” de adquirir un porcentaje de acciones.

Así, con relación a la finalidad de estos sistemas, el modelo británico busca proteger a *todos* los accionistas de la sociedad objeto de una toma de control, sea dentro o fuera de un procedimiento de OPA, pues va más allá del tipo de mecanismo de adquisición societaria; mientras que el modelo estadounidense, como regulación procedimental, cuenta con una finalidad menos amplia, pues pretende proteger únicamente a los accionistas destinatarios de una OPA o *tender offer* a través de una adecuada regulación del procedimiento de OPA.

Por su parte, con relación a los principios que inspiran estos modelos, el sistema británico presenta como principal principio el trato igualitario aplicado “*ante*” y “*dentro*” del procedimiento de OPA; mientras que el modelo estadounidense cuenta, fundamentalmente, con el principio de trato igualitario aplicado únicamente “*dentro*” del procedimiento de *tender offer*, y el principio de transparencia (*full disclosure*).

Sobre el bien jurídico tutelado, para el modelo británico son *todos* los accionistas de una sociedad objeto de una toma de control; mientras que para el modelo estadounidense el bien tutelado se circunscribe sólo a los accionistas destinatarios de una OPA o *tender offer*.

**Cuadro No. 18**  
**Sistema de OPA Obligatorio vs. Sistema de OPA Voluntario:**  
**Finalidad, Principios Fundamentales y Bien Jurídico Tutelado**

	<b>Sistema de OPA obligatorio (modelo UK)</b>	<b>Sistema de OPA voluntario (modelo USA)</b>
<b>Finalidad</b>	Proteger a los accionistas minoritarios <i>ante</i> una toma de control	Proteger a los accionistas destinatarios de una OPA
<b>Principio(s) Fundamental(es)</b>	Igualdad de trato ( <i>ante y dentro</i> de la toma de control)	Igualdad de trato ( <i>dentro</i> de la OPA)  Transparencia
<b>Bien jurídico tutelado</b>	Todos los accionistas	Solo los accionistas destinatarios de una OPA

*Elaboración:* Propia

Al respecto, ilustrativas son las palabras de Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, quien manifiesta:

Hay una distinción que, por encima de otras diferencias menores, resulta absolutamente capital para comprender este diverso significado que pueden revestir las OPAs y la trascendencia que ello implica en cuanto a las formas de realización de los cambios de control en las grandes sociedades: mientras que en algunos sistemas –de acuerdo con el modelo instaurado en el Reino Unido- cualquier operación de toma de control que tenga lugar actuando sobre los valores de la sociedad afectada tiene que realizarse necesariamente a través del procedimiento de la OPA, con exclusión de cualquier otro, en otros sistemas –encabezados por el norteamericano, en tanto que modelo más perfeccionado- las OPAs se presentan simplemente como un instrumento más al que pueden acudir las partes para efectuar una toma de control, y que el ordenamiento les ofrece como una simple opción junto a otras formas alternativas. Lo que subyace en esta distinción relativa al carácter obligatorio o facultativo de las OPAs, como veremos, no es otra cosa que un dispar entendimiento de las necesidades de tutela de los accionistas minoritarios en los supuestos de cambio de control de la sociedad a la que pertenecen, así como del propio significado económico de las operaciones de adquisición de sociedades<sup>499</sup>.

Asimismo, en este punto hemos definido el contenido y alcances del principio rector del modelo británico: el trato igualitario o igualdad de trato (en sus dos vías:

<sup>499</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA... Óp. cit.*, p. 29.

mecanismo de salida y trato igualitario en la distribución de la prima de control); dejando constancia de sus diferencias con otros principios con la misma denominación (igualdad de trato en el Derecho del Mercado de Valores, en el Derecho de Sociedades, etc.).

Por su parte, se ha descrito cómo las legislaciones de diferentes países han optado, dependiendo de los intereses que pretenden proteger, por uno u otro modelo regulatorio de OPA. No obstante, destaca cómo entre los países que optaron por una regulación de OPA obligatoria (que son la mayoría a nivel mundial, como hemos visto) los fundamentos que sustentan dicha imposición no necesariamente tienen una justificación razonable, debido a que: (i) simplemente no existe justificación para su implementación (es decir, han copiado, sin más, este modelo regulatorio); o, (ii) porque no existe simetría entre sus mercados corporativos con relación al mercado británico en el cual nació el sistema de OPA obligatorio (estructura de propiedad del accionariado de las sociedades, flujo de operaciones de toma de control, etc.), con lo que no tendría sentido importar una regulación dirigida a una realidad distinta. En pocas palabras, en estos países ha faltado una reflexión sistemática sobre el significado y fundamento del sistema de OPA obligatorio, y sobre los motivos que llevarían al legislador a reconducir todas las adquisiciones de participaciones significativas de las sociedades bursátiles hacia el mecanismo de la OPA, con exclusión de cualquier otro<sup>500</sup>.

Además, resalta el hecho que estos países, una vez incorporado el sistema de OPA obligatorio en sus regulaciones, hayan establecido características distintas a la del propio sistema británico. Así tenemos que existen regulaciones de OPA

---

<sup>500</sup> *Ídem.*, p. 21.

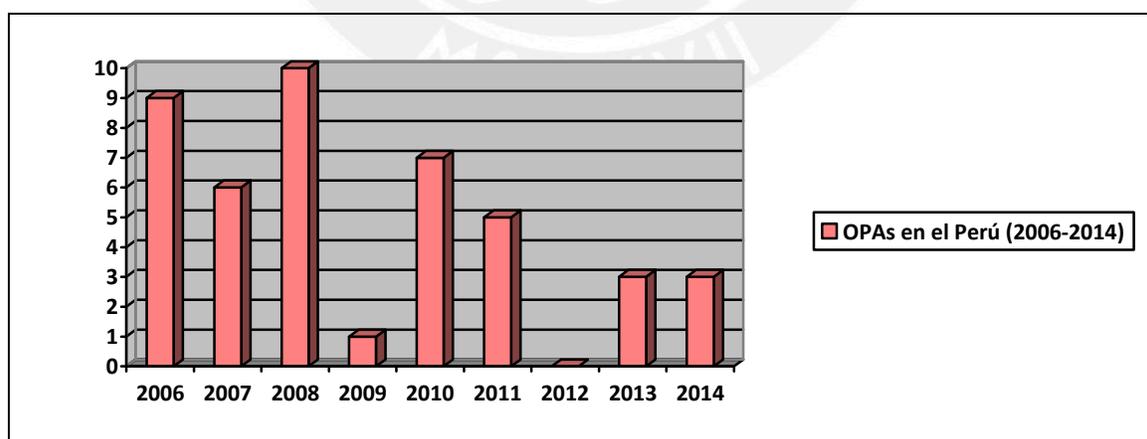
obligatoria “previa”, “posterior”, “total” y/o “parcial”. Como hemos visto, estas regulaciones no necesariamente cumplen con la finalidad prevista por el modelo británico de proteger a los accionistas de la sociedad objetivo ante una toma de control<sup>501</sup>, debido a que, de acuerdo al análisis efectuado, un sistema de OPA obligatorio “posterior” y “total”, como el caso del modelo británico, establece una mayor protección a los accionistas minoritarios ante una toma de control, aunque pueda ser más costoso para el adquirente.

### 3. La regulación de la OPA en el Perú

#### 3.1 Contexto y análisis de las OPAs en el Perú

En el Perú desde el año 2006, año en el que entró en vigencia el actual reglamento sobre OPAs, se han formulado cuarenta y cuatro (44) operaciones:

**Figura N° 29**  
OPAs en el Perú desde la vigencia del Actual Reglamento de OPA



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

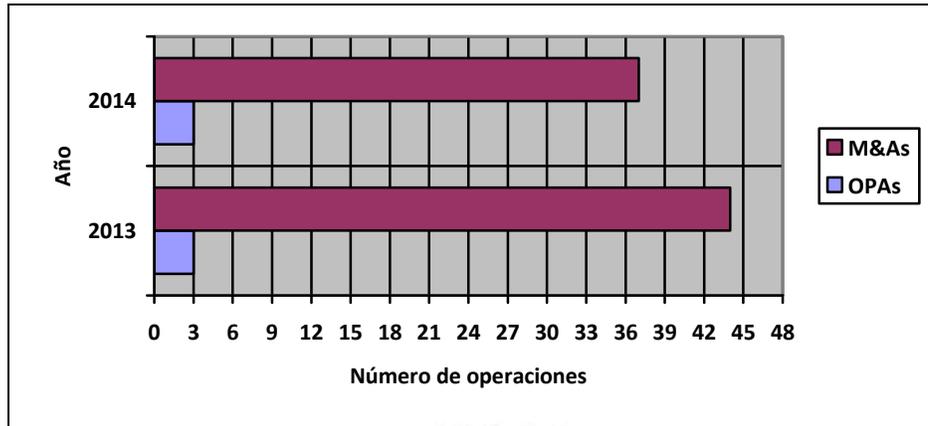
<sup>501</sup> Véanse al respecto nuestros comentarios en el numeral d) del punto 2.2.2 del presente capítulo de este trabajo, p. 204 y ss.

Como se puede apreciar, durante el periodo evaluado la formulación de OPAs ha ido disminuyendo progresivamente, lo cual entendemos ha seguido de la mano con la desaceleración económica que vino suscitándose durante los últimos años.

No obstante lo anterior, no podemos dejar de mencionar que en el Perú las OPAs son el mecanismo que en menor medida han sido desarrollados para llevar a cabo procesos de *M&As*, lo cual puede ser un indicador de que en el mercado peruano de fusiones y adquisiciones de empresas las OPAs son mecanismos vistos con reticencia por sus sobre costos, como veremos más adelante. Así por ejemplo, del reciente estudio de la consultora Deloitte & Touche (enero 2015), sabemos que en el año 2013 se produjeron cuarenta y cuatro (44) transacciones en el Perú, mientras que en el mismo periodo se realizaron únicamente tres (3) OPAs. Asimismo, en el año 2014 se realizaron treinta y siete (37) operaciones, en tanto que sólo se formularon tres (3) OPAs.

En efecto, desde nuestro punto de vista y del estudio realizado, las OPAs formuladas durante estos periodos se originaron en su mayoría como consecuencia de la imposición legal que establece la obligación de formular una OPA ante la adquisición del control en forma previa, y no por una decisión consciente de su utilización como mecanismos de adquisición de control.

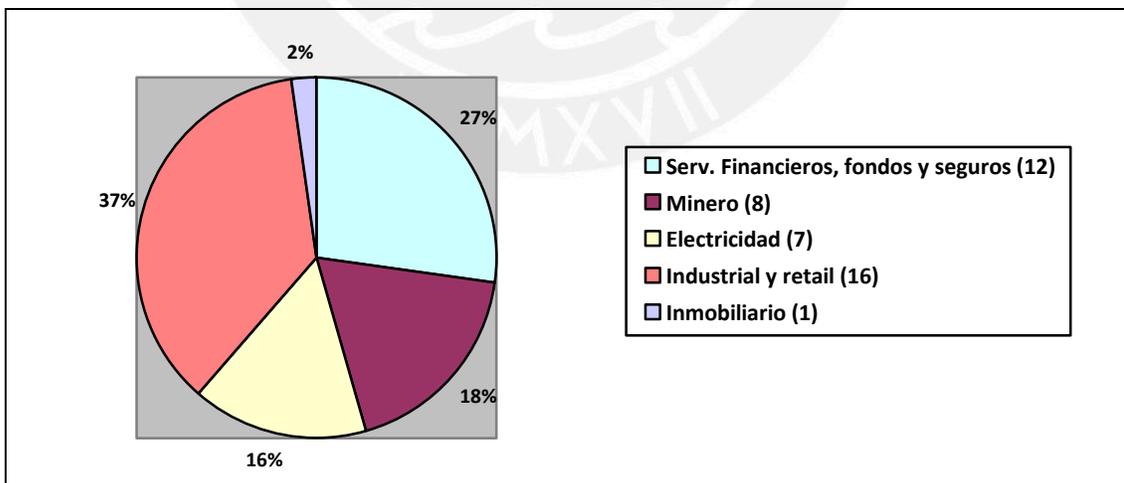
**Figura N° 30**  
**M&As vs. OPAs en el periodo 2013-2014**



Fuente: [www.deloitte.com.pe](http://www.deloitte.com.pe)  
Elaboración: Propia

Por su parte, los sectores principalmente impactados por este tipo de operaciones durante el periodo de estudio son dos: (i) industrial y retail, con dieciséis (16) operaciones; y, (ii) servicios financieros, fondos de pensiones y seguros, con doce (12).

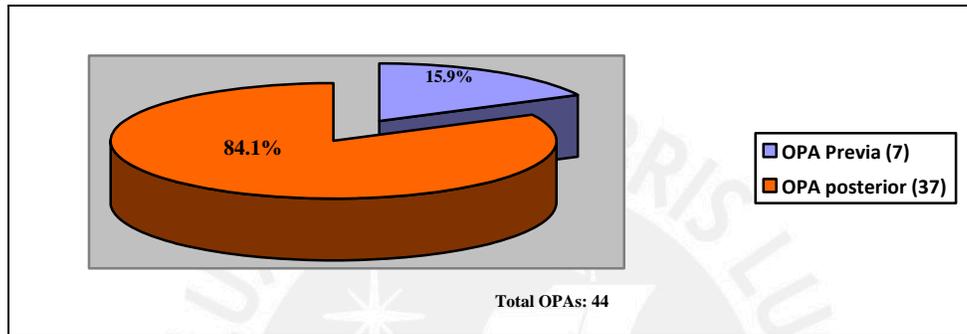
**Figura N° 31**  
**Sectores económicos donde se desarrollaron las OPAs en el periodo 2006-2014**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

Por su parte, es preciso destacar que de las cuarenta y cuatro (44) OPAs se han identificado que sólo siete (7) han sido OPAs previas, esto es, el 15.9% del total; mientras que treinta y siete (37) corresponden a OPAs posteriores, que equivale al 84.1% del total.

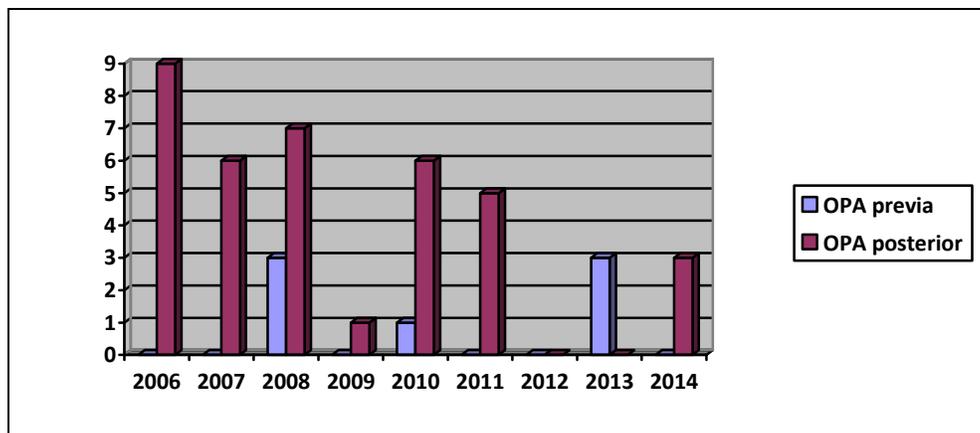
**Figura N° 32**  
**Comparativo de OPAs previas y OPAs posteriores (2006-2014)**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

El estudio también ha identificado que no existe un incremento progresivo, año a año, de OPAs previas que hagan pensar que se viene utilizando esta figura como mecanismo de adquisición, sino que éstas se producen de forma intermitente.

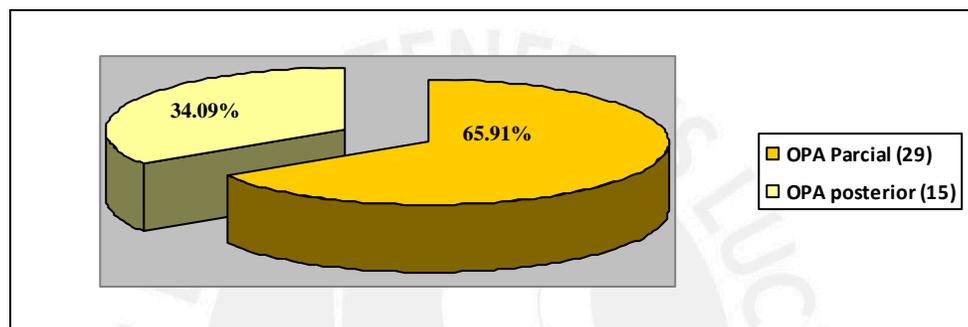
**Figura N° 33**  
**OPAs previas y OPAs posteriores desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA – Por año**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

En relación a las OPAs totales y parciales, durante el periodo analizado (2006-2014) se identificó que principalmente se han formulado OPAs parciales (29 en total, 65.91%) respecto de las OPAs totales (15 en total, que representan el 34.09%).

**Figura N° 34**  
**Comparativo de OPAs totales y OPAs parciales (2006-2014)**



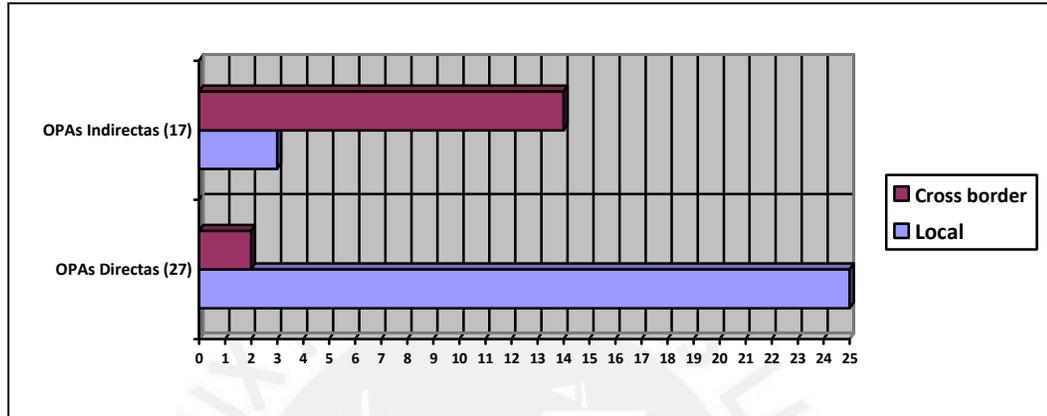
Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

Con relación a las OPAs como consecuencia de adquisiciones indirectas, el estudio identificó que en el período bajo análisis se formularon diecisiete (17) OPAs posteriores derivadas de este tipo de operaciones (38.63% del total de OPAS en el Perú), de las cuales catorce (14) fueron operaciones *cross border* (31.81% del total).

Asimismo, en el caso de adquisiciones directas, esto es, en los supuestos de: (i) adquisiciones o tomas de control realizadas directamente a través de OPAs previas; o, (ii) en adquisiciones vía negociación directa o cesión de control de una sociedad controladora de la *target* que generan la obligación de formular una OPA posterior; nuestro estudio identificó que en el mismo periodo se formularon veintisiete (27) OPAs a consecuencia de estas operaciones (61.37% del total de

OPAs en el Perú), de las cuáles veinticinco (25) fueron operaciones locales (56.81% del total) y sólo dos (2) fueron *cross border* (4.54% del total).

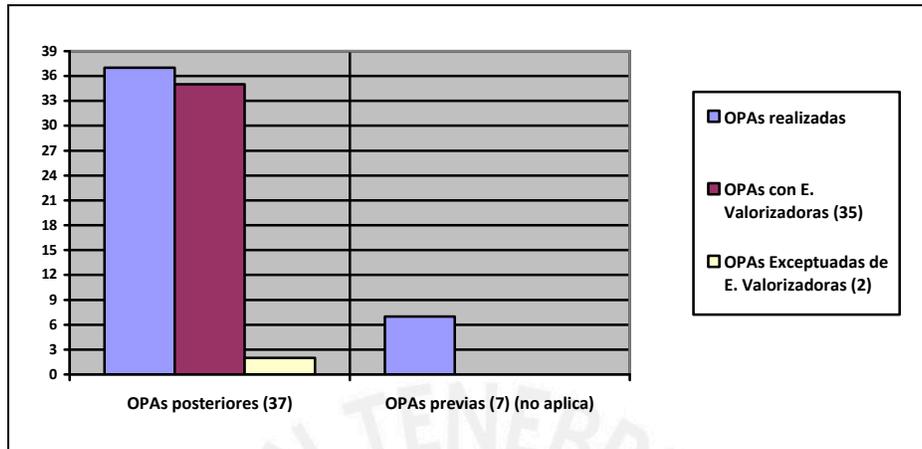
**Figura N° 35**  
**Comparativo de OPAs Directas y OPAs Indirectas: locales y *cross border* (2006-2014)**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

Por otra parte, nuestro estudio identificó que de las cuarenta y cuatro (44) OPAs formuladas en todo el periodo de estudio, treinta y cinco (35) OPAs (79.54% del total) requirieron de una entidad valorizadora para la determinación de la contraprestación a pagar. Asimismo, corresponde señalar que estas treinta y cinco (35) OPAs fueron OPAs posteriores, razón por la cual -de acuerdo a la normativa vigente- necesariamente requerían la contratación de una entidad valorizadora. De las nueve (9) OPAs restantes, siete (7) fueron OPAs previas que no requirieron de valorizadoras, mientras que las últimas dos (2) fueron OPAs posteriores (OPA CRAC San Martín en el año 2007 y OPA Andahuasi en el año 2010) que fueron exceptuadas de contar con entidades valorizadoras a solicitud de los oferentes.

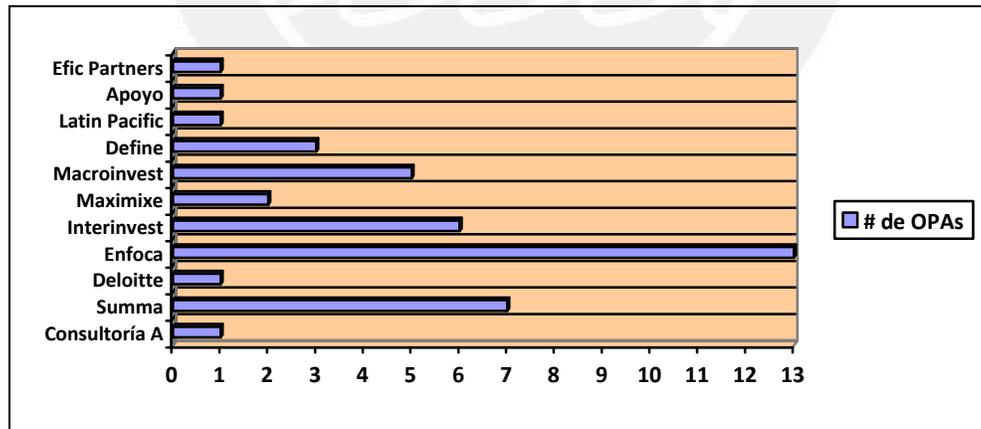
**Figura N° 36**  
Número de OPAs con intervención de Entidades Valorizadoras según sean OPAs Previas y OPAs Posteriores



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

Finalmente, se determinaron las entidades valorizadoras participantes en las OPAs formuladas dentro del período de estudio.

**Figura N° 37**  
Entidades Valorizadoras contratadas en el periodo 2006-2014



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

## 3.2 Antecedentes

### 3.2.1 Decreto Supremo N° 576-84-EFC:

En el Perú, la OPA fue regulada por primera vez por el Decreto Supremo N° 576-84-EFC<sup>502</sup>, norma que regulaba la Oferta Pública de Valores Mobiliarios, así como otras ofertas públicas. Así, el artículo 11 señalaba:

**Artículo 11.-** La persona natural o jurídica que pretenda adquirir una cantidad de acciones con el objeto de alcanzar la capacidad decisoria de una sociedad que cotiza sus valores mobiliarios en Bolsa, deberá efectuar una oferta pública de adquisición. (subrayado nuestro)

Como se aprecia, desde sus inicios la regulación de la OPA en el Perú estuvo marcada por la influencia del modelo británico, al establecer un sistema de OPA obligatorio, aunque no con sus mismas características (posterior y total), sino configurándose más bien como un sistema de OPA previo y parcial. No obstante, se debe señalar que esta primera norma no contiene una Exposición de Motivos que responda cuál fue el fundamento de la introducción del sistema de OPA obligatorio en el Perú y por qué razón se reguló con las características de “previa” y “parcial”.

Por otra parte, como manifiestan autores nacionales como José TOLA<sup>503</sup> y Gerardo SERRA PUENTE-ARNAO<sup>504</sup>, la citada norma contenía dos imprecisiones. La primera se debió a la creación del concepto de “capacidad

---

<sup>502</sup> Publicado el 20 de enero de 1985.

<sup>503</sup> TOLA NOSIGLIA, José. *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú: teoría General, aplicación práctica y aspectos especiales*. Lima: Mass Comunicación. 1994, p. 278.

<sup>504</sup> Cfr. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, p. 344.

decisoria” sin que éste sea definido por la propia norma. La segunda imprecisión estuvo relacionada a su ámbito de aplicación, pues se incluía dentro del supuesto de hecho a las sociedades que cotizaban sus “valores mobiliarios” en bolsa; aunque no era lógico obligar a realizar una OPA a quien pretendiera adquirir el control de una sociedad cuyas acciones no estaban inscritas en bolsa, por el hecho de tener inscritas tan sólo, por ejemplo, una emisión de obligaciones<sup>505</sup>.

Finalmente, destaca que esta norma no reguló el supuesto de adquisición indirecta de “capacidad decisoria”, por lo que resultaba factible utilizar vehículos intermedios para eludir o evitar caer en el supuesto de hecho de la norma y no verse obligado a formular una OPA.

### 3.2.2 Decreto Legislativo N° 755:

Posteriormente, la denominada primera Ley del Mercado de Valores en el Perú<sup>506</sup>, el Decreto Legislativo N° 755<sup>507</sup>, a través de su única Disposición Final derogó expresamente el Decreto Supremo N° 576-84-EFC, regulando la OPA al interior del Capítulo IV del Título II, denominado “Transparencia del Mercado”. Al respecto, el artículo 31 estableció lo siguiente:

**Artículo 31.-** La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negocia sus valores mobiliarios en bolsa, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria, debe efectuar una oferta pública de adquisición. (subrayado nuestro)

---

<sup>505</sup> *Ibidem.*

<sup>506</sup> El marco legal del Mercado de Valores en el Perú no se inició con esta norma. En efecto, los antecedentes de esta regulación datan del Código de Comercio del año 1902, pasando por la Ley N° 17020 (28/05/68), los Decretos Leyes N° 18302 (02/06/70), 18353 (04/08/70), 19648 (05/12/72), el Decreto Legislativo N° 198, y el Decreto Legislativo 211 (15/06/81).

<sup>507</sup> Publicado el 13 de noviembre de 1991.

Como se aprecia, el Decreto Legislativo N° 755 continuó con el sistema de OPA obligatoria del modelo británico que fue establecido en el Perú por el Decreto Supremo N° 576-84-EFC, siendo sus características la de ser un régimen de OPA previa y parcial.

Asimismo, esta norma mantuvo las mismas deficiencias del Decreto Supremo N° 576-84-EFC, pues sus artículos no definían el concepto de capacidad decisoria y seguía haciéndose referencia al término “valores mobiliarios”. Por su parte, los considerandos de esta norma tampoco precisaron el fundamento o finalidad que sustenta el establecimiento del sistema de OPA obligatoria en nuestro país.

Finalmente, esta norma hizo por primera vez mención al supuesto de adquisición indirecta de acciones que conllevan capacidad decisoria, pero no estableció el contenido de dicho supuesto, lo cual entendemos debió regularse en el reglamento de OPAs de esta ley.

### **3.2.3 Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10:**

Más adelante, al amparo del citado Decreto Legislativo N° 755, se expidió la Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10<sup>508</sup>, Reglamento de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (en adelante, el Primer Reglamento de OPA).

Esta norma presenta gran importancia, pues fue el primer reglamento en la materia y la primera norma en el Perú que trató de manera orgánica y sistemática

---

<sup>508</sup> Publicada el 19 de junio de 1994.

la institución de la OPA<sup>509</sup>. Así, este reglamento mantuvo el sistema de OPA obligatoria del modelo británico impuesto desde el Decreto Supremo N° 576-84-EFC, con las mismas características con las que se instituyó la OPA en el Perú: previa y parcial.

Entre sus principales novedades, esta norma reguló un procedimiento especial aplicable al desarrollo de la OPA, reglamentó el aviso de oferta, el prospecto informativo, la contraoferta (conocida en la legislación vigente como “oferta competidora”), el procedimiento de adjudicación, etc. En particular, destaca en el artículo 33° los supuestos de excepción a la obligación de formular una OPA que hasta este momento no se habían regulado.

Destaca el supuesto de hecho de la obligación de formular una OPA:

**Artículo 1.-** El presente Reglamento establece normas complementarias a las establecidas en el Capítulo IV del Título Segundo del Decreto Legislativo N° 755, Ley del Mercado de Valores, referentes a la oferta pública de adquisición.

Quedan obligadas a su cumplimiento las personas naturales o jurídicas que pretendan adquirir directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negocia sus valores mobiliarios en la Bolsa de Valores, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria. (resaltado nuestro)

Un punto importante de esta norma es que se definió el concepto de “capacidad decisoria”<sup>510</sup>, aunque siguió manteniendo la imprecisión del término “valores mobiliarios”. Así, la citada resolución señaló:

---

<sup>509</sup> La norma contuvo treinta y cuatro (34) artículos, una (1) disposición transitoria y dos (2) disposiciones finales.

<sup>510</sup> Se entendía como capacidad decisoria a la capacidad que disponía una persona cuando su propiedad accionaria era igual o superior al 25% del capital de la sociedad emisora (inciso a del artículo 2).

**Artículo 2.-** A los fines del presente Reglamento, los vocablos siguientes tienen el alcance que se indica:

a) Capacidad decisoria: La que dispone una persona cuando su propiedad accionaria es igual o superior al 25% del capital de la sociedad emisora. (...)

Por otra parte, conviene resaltar que los considerandos de este reglamento expresaron cuál era la finalidad de la regulación de la OPA: “desarrollar condiciones que garanticen la transparencia de los mercados y la correcta formación de precios a través de la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos”. Destaca así la necesidad de proteger el principio de transparencia en el mercado de valores peruano.

De esta manera, se puede manifestar que la normativa de OPA vigente en el Perú hasta ese momento impuso el sistema de OPA obligatoria del modelo británico, pero su fundamento no iba de la mano con el fundamento que sustentaba el sistema británico de OPA obligatorio, vale decir, “la protección del accionista minoritario *ante* una toma de control y la búsqueda de trato igualitario entre los accionistas”. Es más, atendiendo a la finalidad de esta norma (“garantizar transparencia y una correcta formación de precios para que oferta se desarrolle en condiciones que garanticen el orden del mercado”), la regulación peruana se asemejó al modelo estadounidense de OPA voluntaria, el cual busca brindar a los accionistas destinatarios de una OPA toda la información pertinente a efectos de tomar una adecuada decisión sobre la oferta. Importa, además, el hecho que los considerandos de esta norma no hicieron referencia al principio rector de todo sistema de OPA obligatorio (“el principio de igualdad de trato”), incorporando únicamente, y de manera casi textual, el denominado “principio de transparencia” (*full disclosure*), al igual que lo hace el modelo estadounidense. Ello, como

manifiesta SERRA PUENTE-ARNAO, explica por qué la Ley de Mercado de Valores vigente a esa fecha (Decreto Legislativo N° 755), reguló a las OPAs al interior del Título II, dedicado a la Transparencia del Mercado<sup>511</sup>.

De esta manera, resaltamos cómo la regulación peruana de OPA que fue configurada por esta norma se caracterizó por imponer el sistema de OPA obligatoria sin: (i) sustentar dicha imposición en lo que ha sido su principal fundamento desde la construcción de dicho sistema por el modelo británico: la “protección de los accionistas minoritarios ante una toma de control y la búsqueda de trato equitativo”; ni (ii) por introducir el principio de igualdad de trato en nuestra regulación. Entendemos que dicha finalidad y el mencionado principio fueron la base de esta norma, pero su texto nada dijo al respecto.

Finalmente, se debe precisar que si bien esta norma incorporó el supuesto de adquisición indirecta de capacidad decisoria, no estableció el contenido de dicho supuesto.

### 3.2.4 Decreto Legislativo N° 861:

Posteriormente, con la entrada en vigencia del Decreto Legislativo N° 861<sup>512</sup>, vio la luz la actual Ley del Mercado del Mercado de Valores (en adelante, la LMV), la cual derogó la anterior Ley del Mercado de Valores, el Decreto Legislativo N° 755.

---

<sup>511</sup> SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, p. 346.

<sup>512</sup> Publicada el 22 de octubre de 1996.

Esta nueva regulación del Mercado de Valores se ocupó de la OPA en el Título dedicado a las Ofertas Públicas de Valores, específicamente en el Capítulo III sobre la Oferta Pública Secundaria, dejando atrás su inserción en el Título relativo a la Transparencia del Mercado, conforme lo establecía el Decreto Legislativo N° 755. Asimismo, la regulación mantuvo la línea del modelo británico de OPA obligatoria establecido en el Perú desde el Decreto Supremo N° 576-84-EFC, pero con sus características particulares. En ese sentido, continuó con el sistema de OPA previo y parcial que se venía aplicando desde la incorporación del modelo de OPA obligatoria en el Perú. Asimismo, la exposición de motivos de esta norma no estableció cuál era la finalidad de la regulación de OPA, dejando ello para su posterior desarrollo reglamentario.

Por su parte, el supuesto de hecho se encuentra regulado en el artículo 68°, el cual que señala<sup>513</sup>:

**Artículo 68.- Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa.-**

La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa, o de bonos convertibles, derechos de suscripción u otros valores que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de tales acciones, con el objeto de alcanzar en dicha sociedad una participación significativa, o incrementar la ya alcanzada, deben efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones de dicha sociedad.

Como se aprecia, este nuevo régimen regulatorio superó los cuestionamientos que existían en relación al término “valores mobiliarios”, al establecer que son las “acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa” (o, en general, la adquisición de otros valores que puedan dar derecho a la suscripción o

---

<sup>513</sup> Esta es la versión inicial del artículo 68, antes de su modificación por la Ley N° 27649 (23/01/2002).

adquisición de tal tipo de acciones), los valores cuya adquisición genera la obligación de formular una OPA.

Asimismo, se estableció un nuevo concepto, el de “participación significativa”, en reemplazo del concepto de capacidad decisoria, aunque no se definió su contenido ni sus alcances, lo cual quedó a cargo de la CONASEV (ahora SMV) a través de la aprobación posterior de un nuevo reglamento, conforme lo estableció el artículo 71<sup>514</sup>. Sin embargo, siguiendo a SERRA PUENTE-ARNAO, se puede manifestar que la LMV elaboró este nuevo concepto con el fin de abstraer las particulares circunstancias de cada sociedad y responder, en abstracto, a cuándo se produce una toma de control, de manera que este concepto será el eje central sobre el cual se asentará la obligación legal de efectuar una OPA<sup>515</sup>.

Con relación al supuesto de adquisición indirecta, la LMV hizo mención a este supuesto, pero no estableció el contenido de dicho supuesto, el cual como veremos en el siguiente punto fue regulado en el reglamento de OPAs de esta ley.

### 3.2.5 Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10:

---

<sup>514</sup> **Artículo 71.- Reglamentos (\*)**.- *Corresponde a CONASEV dictar las normas sobre la preparación, publicación e información a que deben sujetarse las personas naturales o jurídicas que efectúen ofertas públicas a las que se refiere el presente Sub-Capítulo, los alcances del concepto de participación significativa y de incremento de participación significativa, los plazos de las ofertas, la aceptación y la contraoferta de la oferta pública, así como los supuestos de excepción a la obligación de efectuar las correspondientes ofertas públicas. (...)*

(\*) Versión inicial del artículo 68, antes de su modificación por la Ley 27649 (23/01/2002).

<sup>515</sup> SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, pp. 347-348.

En línea con la regulación establecida por la LMV, la CONASEV (ahora, SMV) emitió la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10<sup>516</sup>, que aprobó el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Oferta Pública de Compra por Exclusión de Valores Mobiliarios (en adelante, el Segundo Reglamento de OPA), derogando de manera expresa el Primer Reglamento de OPA (Resolución CONASEV N° 280-94-EF/94.10).

A diferencia del Primer Reglamento de OPA, este nuevo reglamento contó con un mayor desarrollo, lo que se evidencia en su contenido: 47 artículos, cuatro Títulos y una Disposición Final y una Transitoria. Además, una de sus principales novedades fue el establecimiento del régimen de la Oferta Pública de Compra por Exclusión (OPC), figura que no abordaremos por escapar del alcance del presente trabajo.

Con referencia al supuesto de hecho que desencadena la obligación de formular una OPA, el artículo 4<sup>o517</sup> estableció:

---

<sup>516</sup> Publicada el 24 de octubre de 1997.

<sup>517</sup> Téngase en cuenta además el artículo 6, que establece los umbrales e incrementos de participación significativa en los cuáles es exigible la formulación de una OPA y los porcentajes mínimos sobre los que deberá efectuarse la misma.

***“Artículo 6.- Incrementos de Participación Significativa***

*La obligación a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:*

*a) Se pretende alcanzar una participación igual o superior al veinticinco por ciento. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir, según corresponda, pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor;*

*b) Se posee una participación igual o superior al veinticinco por ciento pero inferior al sesenta por ciento y se incrementa dicha participación en al menos cinco por ciento sobre el Capital Social del Emisor en un período que no exceda de doce meses o desde la última OPA que hubiera realizado con aceptación total o parcial, si ha ocurrido ésta dentro del mencionado período. En este caso la oferta debe realizarse por un número de valores que represente, como mínimo, el diez por ciento del Capital Social del Emisor; y,*

*c) Se pretende alcanzar una participación igual o superior al cincuenta o sesenta por ciento, respectivamente. En estos casos la OPA debe realizarse sobre el número de valores que pretende adquirir, según corresponda, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del Capital Social*

#### Artículo 4.- Obligación de efectuar OPA

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

(...)

La adquisición de ADRs, GDRs y títulos similares queda incluida en lo dispuesto en el presente artículo únicamente cuando no resulta de aplicación la excepción prevista en el literal f) del Artículo 31 del Reglamento.

Se desprende que las características de este sistema regulatorio fueron el de una OPA obligatoria, previa y parcial, conforme se venía aplicando desde el establecimiento de la OPA en el Perú. Ésa, además, fue la intención del legislador, conforme lo manifestó en los considerandos, la Exposición de Motivos<sup>518</sup>, y la propia LMV<sup>519</sup>.

Por su parte, por primera en la regulación peruana se establece expresa y claramente la finalidad y los principios que rigen la OPA en el Perú.

Así, los considerandos del Segundo Reglamento de OPA señalaban:

---

*del Emisor. Esta regla prevalece respecto de las anteriores.*

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

<sup>518</sup> En los comentarios al artículo 4 de la Exposición de Motivos se señala que "*Se establece de manera general que es obligatorio efectuar una OPA de forma previa cuando se adquiere acciones con derecho a voto (...)*". (Subrayado nuestro)

<sup>519</sup> De acuerdo a la redacción del artículo 68 y demás artículos referentes a la OPA en la LMV vigente en ese momento (Decreto Legislativo N° 861), el único supuesto de hecho que configuraba la obligación de formular una OPA era "la intención de adquirir participación significativa". De ahí el sentido de establecer el sistema de OPA previo.

Que, la oferta pública de adquisición, tiene como propósito contribuir a que las tomas de control, adquisiciones o incrementos de una participación significativa de una empresa cuyas acciones con derecho a voto se encuentren inscritas en bolsa, se realicen con transparencia y que permitan a todos los accionistas e interesados, participar en ellas recibiendo un trato igualitario a todos ellos. (Resaltado nuestro)

Por su parte, el artículo 3° contempla la finalidad o propósito de la regulación de OPA:

**Artículo 3.- Propósito de la OPA y de la OPC**

La oferta pública de adquisición a que se refiere el Reglamento tiene como propósito contribuir a que las adquisiciones e incrementos de participación significativa de una empresa cuyas acciones con derecho a voto se encuentren inscritas en bolsa se realicen con transparencia y que permitan a todos los accionistas e interesados participar en ellas y en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer, guardando la igualdad de trato a todos ellos. (...). (Resaltado nuestro)

Resalta a primera vista la finalidad de la regulación de proteger a los accionistas de la sociedad objetivo al invocar los principios de Transparencia e Igualdad de Trato, principios inherentes a toda OPA<sup>520</sup>, además de declarar la existencia de los dos elementos del principio de Trato Igualitario del modelo británico de OPA obligatoria: (i) el mecanismo de salida (al indicar que la OPA permite que todos los accionistas participen de ella); y, (ii) la participación en la prima de control. No obstante, siendo este sistema uno de OPAs parciales, la OPA no podrá ser un correcto mecanismo de salida para los accionistas destinatarios de la oferta, conforme a los argumentos que hemos descrito en este trabajo<sup>521</sup>. Por ello,

---

<sup>520</sup> Véanse los puntos 1.3.2 y 1.3.3 del presente Capítulo II, p. 152 y ss., referente a los principios de la OPA.

<sup>521</sup> Sobre las implicancias de los dos elementos del Principio de Trato Igualitario del modelo británico respecto de los sistemas de OPAs parciales, totales, previos y/o posteriores en las regulaciones de OPAs voluntarias, véanse los literales c) y d) del punto 2.2.2 del presente Capítulo II, p. 201 y ss.

consideramos que dicho elemento del principio de Trato Igualitario del modelo británico tuvo carácter meramente declarativo por parte del legislador.

Por otra parte, este reglamento desarrolló el concepto de “participación significativa” descrito por la LMV y que había reemplazado al concepto de capacidad decisoria. Así, el artículo 5° prescribió:

**Artículo 5.- Cómputo de la Participación Significativa**

Se considera participación significativa para efectos del presente Reglamento toda tenencia directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del Capital Social de una sociedad cuyas sesiones representativas del Capital Social con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores. (...)

También destaca el artículo 31° referido a las excepciones a la formulación de OPA, el cual amplió los supuestos de excepción respecto del Primer Reglamento de OPA.

Finalmente, corresponde comentar el artículo 32° que reguló el supuesto de adquisiciones indirectas.

**Artículo 32.- Adquisición indirecta, fusiones y escisiones**

Cuando se alcanza o incrementa la participación significativa en cualquiera de las proporciones señaladas en el Artículo 6 del Reglamento como consecuencia de una fusión o escisión de una persona jurídica que tiene participación directa o indirecta en el Capital Social de una tercera cuyas acciones con derecho a voto están inscritas en una bolsa de valores, o de la adquisición de acciones de dicha persona jurídica, solo es obligatorio efectuar una OPA si dicha participación ha sido la razón determinante de la fusión, escisión o adquisición de acciones. En tal caso, debe efectuarse previamente a la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica una OPA por una cantidad de acciones igual a aquella cuya propiedad directa o indirecta se adquiere en virtud de la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica. La contraprestación para efectos de esta OPA no puede ser inferior a la que resulta de la aplicación del Artículo 37 del Reglamento.

Sin embargo, aun cuando tal hecho no conlleve la obligación de efectuar OPA se debe incluir en el cómputo de participación significativa y debe ser comunicado a CONASEV y a la bolsa de valores al día siguiente de realizado para su difusión en la forma prevista para los hechos de importancia. (Resaltado nuestro)

Sobre el particular, destacamos dos aspectos del citado artículo. El primero, referido a que el supuesto de hecho de este artículo, cuyo antecedente directo fue el artículo 3° del Real Decreto 1197/91 de España<sup>522</sup>, no circunscribió la obligación de formular una OPA a todos los casos de adquisición indirecta, sino únicamente a aquellos en los que la adquisición de la *target* era la razón de la adquisición de la sociedad intermedia. Ello resultó lógico pues la finalidad de la regulación de la adquisición indirecta fue evitar que a través de este tipo de operaciones se evadiera la obligación de formular una OPA<sup>523</sup>, lo cual no se daba en todos los casos de adquisición indirecta, por lo que correspondía diferenciar dichos casos.

El segundo aspecto, está referido al momento en que debía formularse la OPA. En este caso se señala que la OPA debía efectuarse en forma previa a la

---

<sup>522</sup> ***“Artículo 3. Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa y designación posterior de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.***

*1. En caso de fusión con otra sociedad o de toma del control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en bolsa de valores o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas:*

*a) Si se tratara de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, vaya a alcanzarse en la sociedad afectada cualquiera de los porcentajes de participación señalados en los apartados 3 y 4 y en el párrafo a) del apartado 6 del artículo 1.*

*La oferta pública de adquisición, que deberá formularse con carácter previo a la fusión o toma de control, deberá dirigirse a la totalidad del capital, y serán de aplicación las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.”*

<sup>523</sup> Cfr. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico...Óp. cit.*, pp. 78-79.

adquisición indirecta, lo cual consideramos se hacía complicado para el adquirente pues corría el riesgo que, por cualquier causa, la adquisición posterior de control no llegue a ejecutarse, con lo cual la OPA previa habría sido un gasto inútil. Ello, sin perjuicio del problema que conllevaba para el regulador determinar cuándo nacía la obligación de formular una OPA previa en casos de adquisiciones indirectas.

Asimismo, importantes fueron los comentarios de Sergio SALINAS, quien al analizar el citado artículo indicó que si bien se cubría razonablemente los supuestos de adquisición indirecta de control, (i) existen supuestos de adquisición no cubiertos; y, (ii) la aplicación del criterio de la “razón determinante”, previsto en la norma como desencadenante de la obligación de formular una OPA, puede ser compleja y generar incertidumbre jurídica<sup>524</sup>.

### 3.2.6 Resolución CONASEV N° 088-2000-EF/94.10:

La aplicación durante los primeros años del Segundo Reglamento de OPA (aprobado por la Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10), así como la entrada en vigencia de la entonces nueva Ley General de Sociedades, Ley N° 26887<sup>525</sup>, puso de manifiesto la necesidad de revisar ciertos aspectos del Segundo Reglamento de OPA. Por ello, aproximadamente tres años después de su entrada en vigencia, la entonces CONASEV (hoy, SMV) aprobó la Resolución CONASEV

---

<sup>524</sup> SALINAS, Sergio. *La regulación del mercado público de adquisición de control societario: el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú*. En: Themis 40. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2000, pp. 87-100.

<sup>525</sup> Vigente desde el 1 de enero de 1999.

N° 088-2000-EF/94.10<sup>526</sup>, que Modifica el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (en adelante, la Modificación al Segundo Reglamento de OPA).

En general, esta resolución modificó veinte (20) artículos<sup>527</sup> e incorporó cinco (5) nuevos<sup>528</sup> al Segundo Reglamento de OPA (Resolución CONASEV N° 630-97-EF/94.10).

Así, destaca el nuevo artículo 4<sup>529</sup> que regula el supuesto de hecho configurador de la obligación de formular una OPA, el cual señala:

---

<sup>526</sup> Publicada el 09 de diciembre de 2000.

<sup>527</sup> Artículo 2 (Vocablos); artículo 3 (Propósito de la OPA y de la OPC); artículo 4 (Obligación de efectuar OPA); artículo 5 (Cómputo de la Participación Significativa); artículo 6 (Incrementos de Participación Significativa); artículo 7 (Destinatarios de la OPA); artículo 8 (Presentación); artículo 9 (Publicación y Difusión); artículo 12 (Plazo de vigencia); artículo 16 (Mejora de la Oferta); artículo 25 (Declaración de la aceptación de la oferta); artículo 30 (Liquidación de la oferta pública); artículo 31 (Adquisiciones indirectas, involuntarias y resultantes de una Oferta de Venta, pública o privada); artículo 32 (Excepciones); artículo 34 (Obligación de promover OPC por exclusión voluntaria de valores); artículo 35 (Plazo para efectuar la OPC); artículo 37 (Precio ofrecido); artículo 38 (Excepciones); artículo 39 (De la documentación a presentar); artículo 44 (Obligaciones adicionales).

<sup>528</sup> Artículo 8.a (Dispensa de la presentación de información); artículo 8.b (Suscripción del Prospecto Informativo); artículo 9.a (Informe del Directorio); 11.a (Suspensión de la oferta); artículo 44.a (Adquisición de nuevas acciones).

<sup>529</sup> Téngase en cuenta además el nuevo artículo 6, que establece los umbrales e incrementos de participación significativa en los cuáles es exigible la formulación de una OPA y los porcentajes mínimos sobre los que deberá efectuarse la misma.

**“Artículo 6.- Incrementos de Participación Significativa**

*La obligación a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:*

a) *Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al veinticinco por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir, pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor.*

b) *Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al cincuenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso, la OPA debe realizarse por el número de valores que se pretenda adquirir, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del Capital Social del Emisor.*

c) *Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al sesenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse por la cantidad de valores que se pretende alcanzar pero en ningún caso por menos del diez por ciento del capital social. Esta regla prevalece respecto de las anteriores.*

#### **Artículo 4.- Obligación de efectuar OPA**

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

La obligación de efectuar una OPA también se genera si la adquisición de participación significativa se pretende realizar a través de personas que forman parte o controlan un Grupo Económico, o a través de la actuación concertada de dos o más personas, aun cuando no formen parte de un mismo Grupo Económico. En tales casos, la OPA deberá ser efectuada por cualquiera de dichas personas, con sujeción a las reglas previstas en el Artículo 6 del Reglamento, tomando en cuenta el total de las acciones que se pretenda adquirir en conjunto.

(...) La adquisición de ADRs, GDRs y títulos similares queda incluida en lo dispuesto en el presente artículo únicamente cuando no resulta de aplicación la excepción prevista en el literal f) del Artículo 31 del Reglamento. (Resaltado nuestro)

Si bien el nuevo artículo 4° mantuvo la esencia del anterior, entre sus principales modificaciones o incorporaciones podemos destacar que el supuesto de hecho incluyó las adquisiciones realizadas por personas pertenecientes a un mismo grupo económico y las adquisiciones concertadas, novedosas incorporaciones en la regulación de OPAs en el Perú.

Por su parte, respecto de las características del sistema de OPA, esta norma modificatoria mantuvo las características del sistema imperante de OPA en el Perú (obligatoria, previa y parcial).

---

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

Por otra parte, el nuevo artículo 3°, que estableció el propósito de la regulación de OPA, fue replanteado de la siguiente manera:

**Artículo 3.- Propósito de la OPA y de la OPC**

La oferta pública de adquisición tiene como propósito que todos los accionistas o titulares de los valores a que se refiere el Artículo 7 del Reglamento reciban un tratamiento equivalente en caso de adquisición o incrementos de participación significativa en sociedades con acciones con derecho de voto inscritas en rueda de bolsa, y en el pago de la prima que con tal motivo se les ofrezca. Asimismo, tiene la finalidad de asegurar la divulgación de información necesaria para que los destinatarios de la oferta puedan formular un juicio fundado respecto de la conveniencia o no de transferir sus valores. (...). (Resaltado nuestro)

Como se podrá apreciar, la finalidad establecida por la Modificación al Segundo Reglamento de OPA, al igual que la regulación del modelo británico, fue proteger al accionista minoritario, por lo que mantuvo para dicho fin los principios de Trato Igualitario y Transparencia (esta última bajo la denominación de “divulgación de información necesaria”) que ya venían establecidos en el Segundo Reglamento de OPA. Más aún, la regulación peruana estableció el principio de Trato Igualitario como principio rector. Así lo manifestaron los autores nacionales Rafael PICASSO y Alonso MIRANDA, quienes al comentar la norma modificatoria bajo análisis señalaron que la protección a los accionistas, expresada en el hecho que reciban un tratamiento igualitario en la adquisición de sus acciones (lo que incluye lógicamente el pago de la prima de control), es la finalidad esencial de la OPA<sup>530</sup>.

Asimismo, ésta norma contempla los dos elementos del principio de Trato Igualitario del modelo británico: (i) el mecanismo de salida (al señalar que todos los accionistas deben tener un trato equivalente en caso de adquisición o

---

<sup>530</sup> PICASSO SALINAS, Rafael y Alonso MIRANDA. *La adquisición indirecta de sociedades... Óp. cit.*, p. 333.

incremento de participación significativa); y, (ii) la participación en la prima de control. Aun así, como ya hemos sustentado, siendo este sistema uno de OPAs parciales, la OPA no podrá ser un correcto mecanismo de salida para los accionistas destinatarios de la oferta<sup>531</sup>. Al igual que en el Segundo Reglamento de OPA, consideramos que este elemento del principio de Trato Igualitario del modelo británico tuvo un simple carácter declarativo.

No obstante, cabe precisar que la Modificación al Segundo Reglamento de OPA presenta por primera vez un supuesto de OPA posterior. En efecto, de acuerdo al nuevo artículo 31°, referido a las Adquisiciones indirectas, involuntarias y las resultantes de una oferta de venta pública o privada, en cualquiera de estos casos el adquirente de participación significativa deberá formular una OPA *dentro* de los tres (3) meses siguientes de la adquisición<sup>532</sup>.

**Artículo 31.- Adquisiciones indirectas, involuntarias y resultantes de una Oferta de Venta, pública o privada.**

a) Adquisiciones indirectas.- Cuando se alcance o incremente participación significativa en cualquiera de los porcentajes señalados en el Artículo 6 del Reglamento, a través de actos de reorganización societaria o de la adquisición de valores de una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscritas en una bolsa de valores, se deberá formular una OPA dentro de los tres meses siguientes a la reorganización o adquisición, según corresponda, prorrogables por tres meses adicionales, previa solicitud fundamentada, por el número de valores adquiridos pero en ningún caso por menos del mínimo que resulte de la aplicación de los incisos a), b) o c) del Artículo 6 del Reglamento, el que corresponda; o vender mediante una OPV incondicional las acciones adquiridas.  
(...)

---

<sup>531</sup> Sobre las implicancias de los dos elementos del Principio de Trato Igualitario del modelo británico respecto de los sistemas parciales, totales, previos y/o posteriores en la regulación de OPAs, véase el literal d) del punto 2.2.2 del presente Capítulo II, p. 204 y ss.

<sup>532</sup> A diferencia de lo regulado por el antiguo artículo referido a adquisiciones indirectas (artículo 32 del Segundo Reglamento de OPA), el cual señalaba expresamente que en dichos casos la OPA debía efectuarse de manera *previa* a la adquisición de participación significativa.

b) Adquisiciones resultantes de una Oferta de Venta. Cuando se alcance o incremente participación significativa en cualquiera de los porcentajes señalados en el Artículo 6 del Reglamento, como consecuencia de la aceptación de una Oferta de Venta, pública o privada, el aceptante debe efectuar una OPA dentro de los tres meses siguientes de la adquisición, prorrogables por tres meses más a solicitud fundamentada del obligado, por el número de valores adquiridos pero nunca por menos del mínimo que resulte de la aplicación de los incisos a), b) o c) del Artículo 6 del Reglamento, el que corresponda.

(...)

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

(...). (Resaltado nuestro)

Al respecto, autores nacionales como Gerardo SERRA PUENTE-ARNAO han manifestado que con esta norma se configura por primera vez el sistema de OPA posterior en la regulación de OPAs peruana. No obstante, ésta era una excepción a la regla de OPA previa que establecía esta norma para toda adquisición directa de participación significativa. Téngase presente, además, que la LMV vigente en ese momento no regulaba expresamente las OPAs posteriores, lo que generó, en más de una oportunidad, cuestionamientos a la legalidad del citado artículo 31° de la Modificación al Segundo Reglamento de OPA.

Asimismo, el artículo 31° modifica el supuesto de hecho de las adquisiciones indirectas que se establecía en el artículo 32° del Segundo Reglamento de OPA, en el sentido que: (i) elimina el concepto de razón determinante; (ii) amplía el supuesto a cualquier clase de reorganización societaria (y no sólo a fusiones o escisiones); y, (iii) establece que la OPA deberá formularse en forma posterior.

Sobre estas modificaciones, consideramos pertinente hacer mención a la eliminación de la razón determinante. Al respecto, si bien ésta fue criticada por no establecer una regla objetiva para su determinación, generó que todas las adquisiciones indirectas sean objeto de formulación de una OPA, incluyendo aquellas operaciones que no buscaban evadir la regulación de OPAs.

También se ha incluido en el nuevo artículo 31° el concepto de “adquisiciones involuntarias”, el cual no abordaremos por ser un concepto que ha sido eliminado de la actual normativa de OPAs<sup>533</sup>.

Finalmente destaca el nuevo artículo 32° referido a las excepciones para la formulación de OPAs, en cuyo tenor se ha incluido como supuesto la posibilidad de que el obligado requiera a la CONASEV (hoy, SMV), mediante solicitud fundamentada, la excepción de formular una OPA en caso de aplicar alguno de los supuestos previstos en el artículo 31°, referido a las adquisiciones indirectas, involuntarias y las resultantes de una oferta de venta.

### 3.2.7 Ley N° 27649

Con la finalidad de mejorar el marco institucional del Mercado de Valores peruano<sup>534</sup>, el Congreso de la República aprobó la Ley N° 27649<sup>535</sup>, Ley que modifica el Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores<sup>536</sup>.

---

<sup>533</sup> Para mayor información véanse HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y Alfredo FILOMENO. *Las adquisiciones involuntarias y las ofertas públicas de adquisición*. En: *Ius et Veritas* 25. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2002, pp. 168-182; ARATA DELGADO, Carlos. *Disertaciones Adicionales en torno a las adquisiciones involuntarias, las Ofertas Públicas de Adquisición y el cómputo del capital social: una crítica sana*. En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2004, pp. 56-67.

Esta norma tuvo un gran impacto en la regulación del Mercado de Valores peruano debido a la importancia de las modificaciones realizadas. En total, se modificaron ochenta y ocho (88) artículos y la Decimosexta Disposición Final de la LMV, Decreto Legislativo N° 861<sup>537</sup>.

Para los efectos de este trabajo, importa mencionar que la Ley bajo análisis modificó el artículo 68° de la LMV, que, como hemos mencionado previamente, se refiere al supuesto de hecho de la OPA. Sobre el particular, nos remitimos a los comentarios expuestos en el punto 3.3.1 del presente Capítulo II.

Asimismo, destaca que por primera vez se mencionó a nivel legal, y de manera expresa, a la OPA posterior como característica del sistema peruano de OPA, al establecer en el nuevo artículo 71° que corresponderá a la CONASEV (hoy, SMV) determinar en vía reglamentaria los casos en que corresponda la realización de una OPA posterior.

### 3.2.8 La regulación española como antecedente normativo:

---

<sup>534</sup> Exposición de Motivos de la Ley N° 27649, primer párrafo.

<sup>535</sup> Publicada el 23 de enero de 2002.

<sup>536</sup> La Décimo Quinta Disposición Transitoria y Final ordenó que dentro de los 60 (sesenta) días de entrada en vigencia de esta Ley, mediante decreto supremo, se promulgaría el Texto Único Ordenado (TUO) de la LMV. El 11 de junio de 2002 se promulgó el Decreto Supremo N° 093-2002-EF536, TUO de la LMV, y se publicó el 15 del mismo mes.

<sup>537</sup> Asimismo, se incorporaron el inciso z) del artículo 8; el artículo 16-A; los párrafos finales del artículo 176; el cuarto párrafo del artículo 215; el párrafo final del artículo 226; y los artículos 265-A; 265-B; 265-C. Además, se derogaron los artículos 39, 91, 104, 122, 190, 191, 199, 256, 257, 258; los incisos c) y h) del artículo 226; y la séptima y decimoquinta Disposición Final de la LMV; adicionalmente, se derogó el artículo 8 de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N° 862.

A momento que describimos la normativa española sobre OPAs adelantamos que ésta fue prácticamente tomada como base por diversas legislaciones latinoamericanas al momento de adoptar sus propias regulaciones sobre OPAs<sup>538</sup>. El resultado fue la incorporación del sistema de OPA obligatoria en la mayoría de las legislaciones latinoamericanas.

El Perú no fue ajeno a este suceso y, tal como lo informa la doctrina nacional<sup>539</sup>, la regulación española de OPAs fue adoptada por el legislador peruano como fuente y paradigma para la elaboración de la regulación peruana sobre la materia. En particular, esta doctrina ha manifestado que el derogado Real Decreto 1197/1991, sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, fue la fuente directa<sup>540</sup> de:

- (i) El Segundo Reglamento de OPA;
- (ii) La Modificación del Segundo Reglamento de OPA; y,
- (iii) Del Actual Reglamento de OPA, Resoluciones CONASEV N° 009-2006-EF/94.10 y CONASEV N° 020-2006-EF/94.10.

En tal medida, muchos de los aciertos y desaciertos de la regulación española sobre OPAs, en particular del derogado Real Decreto 1197/1991, se encuentran incorporados en nuestra actual regulación y, por ello, algunos de los comentarios

---

<sup>538</sup> Punto 2.2.2 e) (iii) del presente Capítulo II, p. 216 y ss.

<sup>539</sup> Véanse SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, p. 349; POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 156; PICASSO SALINAS, Rafael y Alonso MIRANDA. *La adquisición indirecta de sociedades... Óp. cit.*, p. 350; ROJAS LARA, Julio Andrés y Guillermo OVIEDO. *Régimen jurídico de la oferta pública de adquisición de empresas*. En: *Ius et Veritas* 20. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. 2000. p. 174.

<sup>540</sup> Del análisis efectuado, no hemos podido determinar si la regulación peruana previa al Segundo Reglamento de OPA tuvo como fuente directa a la española, pero por sus características consideramos que es muy probable.

a su favor y de las críticas a dicha normativa son también aplicables a la regulación peruana.

### 3.3 Marco normativo actual de la OPA en el Perú

#### 3.3.1 La Ley del Mercado de Valores (LMV): los artículos 68° y 71°

En la actualidad, el marco legal que regula la OPA en el Perú se encuentra previsto entre los artículos 68° y 74° del Sub-Capítulo II (“Oferta Pública de Adquisición y de Compra”), Capítulo III (“Oferta Pública Secundaria”) de la LMV<sup>541</sup>. En particular, son dos los artículos que establecen el marco conceptual de la OPA: los artículos 68 y 71<sup>o542</sup>, los cuáles señalan:

**Artículo 68.- Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa.-**

La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad. (Resaltado nuestro)

**Artículo 71.- Reglamentos.-** Corresponde a CONASEV 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 posterior, así como las consecuencias que se deriven en caso de no efectuarlas y las normas para su aplicación (...). (Resaltado nuestro)

<sup>541</sup> En estricto, el Artículo 69 no regula la OPA sino la OPC (“Oferta Pública de Compra por Exclusión del Valor del Registro”). Los demás artículos del Sub-Capítulo II regulan la OPA: el artículo 68 (“Oferta Pública de Adquisición de Participación Significativa”); el artículo 70 (“Irrevocabilidad”); el artículo 71 (“Reglamentos”); el artículo 72 (“Incumplimiento”); el artículo 73 (“OPA voluntaria”); y el artículo 74 (“Contraprestación”).

<sup>542</sup> Ambos artículos fueron modificados por la Ley N° 27649, analizada precedentemente.

Como se aprecia, la LMV mantiene el sistema de OPA obligatorio, pero con algunas diferencias conceptuales que corresponde analizar, conforme veremos a continuación.

### **3.3.2 El Reglamento de OPA: Resoluciones CONASEV N° 009-2006-EF/94.10 y N° 020-2006-EF/94.10**

En línea con lo prescrito por el artículo 71° de la LMV, el desarrollo reglamentario de la regulación de las OPAs en el Perú se encuentra previsto en la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10<sup>543</sup> y en la Resolución CONASEV N° 020-2006-EF/94.10<sup>544</sup> que modificó la primera (ambas en adelante, el Actual Reglamento de OPA), y consta de cincuenta y nueve (59) Artículos, dos (02) Disposiciones Transitorias y Finales y cinco (05) Anexos.

Cabe precisar, que el Actual Reglamento de OPA se presentó como una oportunidad para mejorar la política regulatoria sobre OPAs en el Perú, ante la serie de críticas que recibieron tanto el Segundo Reglamento de OPA como la Modificación al Segundo Reglamento de OPA por ser normas limitativas, costosas y generadoras de trabas para aquellos que buscaban adquirir el control de una sociedad cotizada en el Perú.

Diego CARRIÓN y Mirella MIRANDA describen bien esta situación:

La Resolución CONASEV 630-1997-EF/94.10, modificada por Resolución CONASEV 088-2000-EF/94.10, que aprobó el Reglamento

---

<sup>543</sup> Publicada el 4 de marzo de 2006 y vigente desde el 3 de mayo del mismo año.

<sup>544</sup> Publicada el 1 de mayo de 2006 y vigente desde el 3 de mayo del mismo año.

de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores (Antiguo Reglamento) ha sido severamente criticada por quienes han sido víctimas (o abogados de las víctimas) de su aplicación. Así, el Antiguo Reglamento ha sido considerado por muchos como una norma que contrariamente a su propósito de proteger al accionista minoritario, terminaba reduciendo la generación de cambios de control en el mercado de capitales y, por esta vía, desprotegiendo al accionista minoritario.

En un intento por enmendar errores, CONASEV ha emitido la Resolución CONASEV 9-2006-EF/94.10, modificada por la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10 (Nuevo Reglamento), que aprueba el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión y, por esta vía, ha derogado el Antiguo Reglamento<sup>545</sup>.

Teniendo en cuenta cuáles fueron las circunstancias por las que se emitió el Actual Reglamento de OPA y cuál su objetivo, a continuación analizaremos algunos de los principales puntos de esta normativa.

### 3.4 La obligación de formular una OPA en el Perú

En el marco del sistema de OPA obligatoria previsto por el artículo 68° de la LMV, el artículo 4° del Actual Reglamento de OPA establece los supuestos de hecho que configuran la generación de la obligación de formular una OPA:

#### **Artículo 4.- OBLIGACIÓN DE EFECTUAR OPA**

La adquisición o incremento de participación significativa<sup>546</sup> genera la obligación de efectuar una OPA siempre que:

<sup>545</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 178.

<sup>546</sup> El numeral 16) del artículo 1 del Actual Reglamento de OPA establece los alcances del término “Participación Significativa”:

#### **“Artículo 1.- DEFINICIONES.-**

Los términos establecidos en el presente reglamento tienen el significado que se indica a continuación:

(...)

16) **participación significativa:** Se considera participación significativa toda propiedad directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa. También se considera participación significativa la facultad que posee una persona o grupo de personas de, sin tener propiedad directa o indirecta, ejercer el

- a) Se trate de una transferencia a título oneroso;
- b) La sociedad objetivo tenga al menos una clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro;
- c) Acarree que el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% ó 60% en el capital social de la sociedad objetivo o que adquiera una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que en cualquiera de dichos supuestos le permita: i) remover o designar a la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad y,
- d) No se encuentre incluida en ninguna de los supuestos del artículo 10".  
(Resaltado nuestro)

Como se aprecia, esta norma establece cuatro requisitos que deben coexistir para que se genere la obligación de formular una OPA. El inciso a) exige, como lo hiciera también el artículo 4° del Segundo Reglamento de OPA y de la Modificación al Segundo Reglamento de OPA, que la transferencia de valores o de derechos políticos que genere la adquisición de participación significativa sea a título oneroso. Ello, en razón de que sólo en dichos supuestos podría existir el pago de prima de control, lo que es acorde con la finalidad de la regulación de la OPA en el Perú: distribuir entre todos los accionistas la prima de control que se pague por el cambio de control, conforme analizaremos más adelante.

El inciso b) establece que la sociedad objetivo debe contar con una clase valores con derecho a voto, o susceptibles de otorgar derecho a voto, inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. Al respecto, consideramos que la norma no es correcta pues, tal como lo prevé el numeral 16) del artículo 1° de la propia norma y el artículo 68° de la LMV, el requisito debería exigir que los valores estén inscritos en una Bolsa de Valores (y así también estuvo redactado en el Primer,

---

derecho a voto de acciones con derecho a voto que represente un porcentaje igual o superior al veinticinco por ciento del capital social de una sociedad o, acarree que el adquirente alcance una cantidad de acciones o tenga la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una cantidad tal que en cualquiera de los dos últimos supuestos le permita: i) remover, o designar a la mayoría de los directores, ii) modificar los estatutos de la sociedad. (...)"

en el Segundo y en la Modificación al Segundo Reglamento de OPA). Por ello, siguiendo a Diego CARRIÓN y Mirella MIRANDA, creemos que es así como debería entenderse la norma, so riesgo de considerar este requisito ilegal, toda vez que estaría estableciendo un requisito distinto del previsto en la LMV<sup>547</sup>.

El inciso c) exige que la adquisición conduzca a que el adquirente:

- (i) Alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo;
- (ii) Adquiera una cantidad de acciones que le permita: a) remover o designar a la mayoría de los directores; o, b) modificar los estatutos de la sociedad;
- (iii) Tenga la posibilidad de ejercer los derechos políticos de acciones, en una proporción tal que le permita: a) remover o designar a la mayoría de los directores; o, b) modificar los estatutos de la sociedad.

Al respecto, consideramos que este inciso requiere de un comentario especial, para lo cual nos adscribimos a los comentarios de Diego CARRIÓN y Mirella MIRANDA, quienes de una forma gráfica señalan:

Si tomamos especial atención a la redacción del artículo 4 del Actual Reglamento de OPA, nos daremos cuenta que este omitió especificar uno de los supuestos de adquisición de participación significativa previsto en el numeral 16) del artículo 1 de esta norma, a saber, el supuesto en el que sin tener propiedad (directa o indirecta) de 25% o más de acciones con derecho a voto de una sociedad, una persona (o grupo de personas actuando concertadamente) tenga el derecho de voto correspondiente a dicho porcentaje o a un porcentaje mayor de acciones. Creemos que esta omisión podría arreglarse si entendemos que cuando el artículo 4 se refiere al requisito de que la adquisición de participación

---

<sup>547</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 184.

significativa debe acarrear que <<el adquirente alcance o supere una participación de 25%, 50% o 60% en el capital social de la sociedad objetivo>> se refiere también al supuesto de adquisición de esta participación por la vía de adquisición de derechos políticos y no solo de adquisición de acciones. En todo caso, la norma no es clara y ello puede generar que en el futuro haya quienes argumenten que en los supuestos de adquisición de derechos políticos que permitan tener derecho a voto por 25%, 50% o 60%, si bien existe participación significativa, no existe la obligación de efectuar una OPA.<sup>548</sup>

Asimismo, a diferencia del Segundo Reglamento de OPA y de la Modificación al Segundo Reglamento de OPA, este inciso ha eliminado los porcentajes mínimos sobre el cual debe formularse una OPA. En efecto, el artículo 6° del Segundo Reglamento de OPA<sup>549</sup> y su modificación por la Modificación al Segundo Reglamento de OPA<sup>550</sup> establecieron que para adquirir participación significativa

<sup>548</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Loc. cit.*

<sup>549</sup> Segundo Reglamento de OPA:

**“Artículo 6.- Incrementos de Participación Significativa**

*La obligación a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:*

*a) Se pretende alcanzar una participación igual o superior al veinticinco por ciento. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir, según corresponda, pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor;*

*b) Se posee una participación igual o superior al veinticinco por ciento pero inferior al sesenta por ciento y se incrementa dicha participación en al menos cinco por ciento sobre el Capital Social del Emisor en un período que no exceda de doce meses o desde la última OPA que hubiera realizado con aceptación total o parcial, si ha ocurrido ésta dentro del mencionado período. En este caso la oferta debe realizarse por un número de valores que represente, como mínimo, el diez por ciento del Capital Social del Emisor; y,*

*c) Se pretende alcanzar una participación igual o superior al cincuenta o sesenta por ciento, respectivamente. En estos casos la OPA debe realizarse sobre el número de valores que pretende adquirir, según corresponda, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del Capital Social del Emisor. Esta regla prevalece respecto de las anteriores.*

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

<sup>550</sup> Modificación al Segundo Reglamento de OPA:

**“Artículo 6.- Incrementos de Participación Significativa**

*La obligación a que se refiere el Artículo 4 del Reglamento de realizar una OPA se genera cuando:*

*a) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al veinticinco por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse sobre el número de valores que se pretende adquirir, pero en ningún caso por menos del cinco por ciento del Capital Social del Emisor.*

*b) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al cincuenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso, la OPA debe realizarse por el número de valores que se pretenda adquirir, pero en ningún caso por menos del diez por ciento del*

(25%), el adquirente debía formular una OPA por al menos el 5%. De esta manera, si el adquirente pretendía incrementar su participación, adquiriendo el 50% o 60%, la OPA debía formularse por al menos el 10% del capital social de la sociedad objetivo. Con el Actual Reglamento de OPA se han eliminado esos porcentajes mínimos de 5% y 10% para la formulación de la OPA.

Por otra parte, el inciso d) prescribe la exención a la obligación de formular una OPA si la adquisición de participación significativa no se encuentra prevista en alguno de los supuestos de excepción descritos en el artículo 10°.

Finalmente, debemos señalar que la sola adquisición de participación significativa conforme lo prescribe el artículo 68° de la LMV y el artículo 4° del Actual Reglamento de OPA no determina que el adquirente deba formular una OPA, pues, además, se requerirá la existencia del pago de una “prima de control”, ya que, conforme veremos en el punto referido a la finalidad de la regulación peruana sobre OPAs, la razonabilidad de la imposición del sistema obligatorio en nuestro país consiste en buscar que todos los accionistas se vean beneficiados con la prima de control que se pague por la adquisición y, si no existe tal prima, no tendría sentido formular una OPA. Esto ha sido corroborado por el propio regulador, quien en el año 2006, ya estando vigente el Actual Reglamento de OPA, señaló al analizar la adquisición indirecta de Enersur por parte de Gas de

---

*Capital Social del Emisor.*

*c) Se pretende alcanzar en un solo acto o en actos sucesivos una participación igual o superior al sesenta por ciento del Capital Social del Emisor. En este caso la OPA debe realizarse por la cantidad de valores que se pretende alcanzar pero en ningún caso por menos del diez por ciento del capital social. Esta regla prevalece respecto de las anteriores.*

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

France (GdF) que “*el no pago de prima de control alguna en la fusión bajo análisis es el elemento que permitiría exceptuar a GdF de la obligación de realizar una OPA sobre las acciones emitidas por Enersur*”<sup>551</sup>.



---

<sup>551</sup> Cfr. el INFORME N° 086 2007 EF/94.45 de fecha 07 de febrero de 2007, emitido por la Gerencia de Mercados y Emisores de la entonces CONASEV.

**Cuadro No. 19**  
**Resumen de la evolución normativa de la OPA en el Perú**

	Norma		Obligación	Características	Finalidad	Principios	Bien Jurídico Protegido	Adquisición Indirecta
	Ley	Reglamento						
1		D.S. N° 576-84-EFC	La persona natural o jurídica que pretenda adquirir una cantidad de acciones con el objeto de alcanzar la capacidad decisoria de una sociedad que cotiza sus valores mobiliarios en Bolsa, deberá efectuar una oferta pública de adquisición.	Obligatoria Previa Parcial	No se señala	No se señala	No se señala	No se señala
2	Decreto Legislativo N° 755		La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negocia sus valores mobiliarios en bolsa, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria, debe efectuar una oferta pública de adquisición.	Obligatoria Previa Parcial	No se señala	No se señala	No se señala	Sí
3		Res. CONASEV N° 280-94-EF/94.10  ("Primer Reglamento")	Quedan obligadas a su cumplimiento las personas naturales o jurídicas que pretendan adquirir directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones de una sociedad que negocia sus valores mobiliarios en la Bolsa de Valores, con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria.	Obligatoria Previa Parcial	Garantizar transparencia y una correcta formación de precios para que oferta se desarrolle en condiciones que garanticen el orden del mercado	No se señala	Transparencia	Sí
4	Decreto Legislativo N° 861		La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, una cantidad de acciones con derecho a voto inscritas en rueda de bolsa, o de bonos convertibles, derechos de suscripción u otros valores que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de tales acciones, con el objeto de alcanzar en dicha sociedad una participación significativa, o	Obligatoria Previa Parcial	No se señala	No se señala	No se señala	Sí

			incrementar la ya alcanzada, deben efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones de dicha sociedad.					
5	Res. CONASEV N° 630-97-EF/94.10  ("Segundo Reglamento")	Está obligado a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que pretende adquirir a título oneroso, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones con derecho a voto, Obligaciones Convertibles en Acciones, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones representativas del capital con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el Emisor.	Obligatoria Previa Parcial	Proteger a los accionistas de la sociedad objetivo	Transparencia Igualdad de Trato	Accionistas de la sociedad objetivo	Sí  (Artículo específico)	
6	Res. CONASEV N° 088-2000-EF/94.10  ("Modificación Segundo Reglamento")	Está obligada a efectuar una OPA toda persona natural o jurídica que pretenda adquirir a título oneroso, directa o indirectamente, en un solo acto o actos sucesivos, dentro de un período de doce meses, obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, certificados de suscripción preferente de acciones con derecho a voto u otros valores similares que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho a voto, así como acciones con derecho a voto de una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto representativas de su capital social inscritas en una bolsa de valores, cuando dicha adquisición le permita alcanzar o incrementar la	Obligatoria Previa Parcial	Proteger a los accionistas de la sociedad objetivo	Transparencia Igualdad de Trato	Accionistas de la sociedad objetivo	Sí  (Artículo específico)	

			<p>participación significativa en el Emisor de tales acciones.</p> <p>La obligación de efectuar una OPA también se genera si la adquisición de participación significativa se pretende realizar a través de personas que forman parte o controlan un Grupo Económico, o a través de la actuación concertada de dos o más personas, aun cuando no formen parte de un mismo Grupo Económico. En tales casos, la OPA deberá ser efectuada por cualquiera de dichas personas, con sujeción a las reglas previstas en el Artículo 6 del Reglamento, tomando en cuenta el total de las acciones que se pretenda adquirir en conjunto.</p>					
7	<p>Ley N° 27649</p> <p>(Modifica la LMV)</p>		<p>La persona natural o jurídica que pretenda adquirir o incrementar, directa o indirectamente, en un solo acto o en actos sucesivos, participación significativa en una sociedad que tenga al menos una clase de acciones con derecho a voto inscrita en rueda de bolsa, debe efectuar una oferta pública de adquisición dirigida a los titulares de acciones con derecho a voto y de otros valores susceptibles de otorgar derecho a voto en dicha sociedad.</p>	<p>Obligatoria Previa Parcial</p>	<p>No se señala</p>	<p>No se señala</p>	<p>No se señala</p>	<p>Sí</p>
8		<p>Res. CONASEV N° 009-2006- EF/94.10 y N° 020-2006- EF/94.10 ("Actual Reglamento")</p>						

Elaboración: Propia

### 3.5 Características del sistema peruano de OPA obligatorio

Toda regulación obligatoria de OPA puede optar por establecer sistemas de OPA previo o posterior, y parcial o total, dependiendo del bien jurídico que pretenda tutelar, de las particularidades de su mercado empresarial (estructura de propiedad de las sociedades), de otros intereses que tenga de por medio o simplemente porque copió la regulación de otro país.

La Comunidad Europea, por ejemplo, siguiendo la finalidad y los principios del modelo británico de OPA obligatoria, ha establecido un sistema de OPA posterior y total. En nuestro caso, la actual regulación peruana de OPA obligatoria ha optado por un sistema de OPA parcial, así como previo o posterior; esto último, dependiendo de los supuestos establecidos en el Actual Reglamento de OPA, el cual precisa en sus artículos 6 y 8 la oportunidad en que deberá formularse la OPA:

#### **Artículo 6.- OPORTUNIDAD DE LA OPA**

La OPA deberá llevarse a cabo:

a) En forma posterior a la adquisición o al incremento de participación significativa cuando: (i) se haya realizado de manera indirecta, (ii) como consecuencia de una oferta pública de venta, (iii) a través del procedimiento señalado en el artículo 8.

En estos casos, la OPA debe formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula señalada en el Anexo I. El precio y el plazo para la realización de la oferta, en estos casos, se rigen por las disposiciones del Título IV.

b) En forma previa a la adquisición o al incremento de participación significativa, en todos los demás casos. En estos casos, la OPA debe formularse sobre el número de valores que se pretende adquirir. (Resaltado nuestro)

**Artículo 8.- OPA POSTERIOR**

La adquisición o incremento de participación significativa puede acarrear la obligación de formular una OPA posterior:

- a) Cuando la participación significativa es transferida de quien la tiene al adquirente en un solo acto; o,
- b) Cuando la participación significativa es adquirida a través de no más de cuatro actos sucesivos dentro de un período de tres años.

De esta manera, el Actual Reglamento de OPA contempla la posibilidad de formular una OPA en forma posterior a la adquisición o incremento de participación significativa cuando:

- (i) Se haya realizado de manera indirecta (artículo 6°);
- (ii) Sea consecuencia de una oferta pública de venta (artículo 6°);
- (iii) Se haya realizado en un solo acto (artículo 8°);
- (iv) Se haya realizado en no más de cuatro actos sucesivos dentro de un periodo de tres años (artículo 8°).

En los demás casos (como, por ejemplo, la adquisición directa de participación significativa a través de una OPA; la adquisición en cinco o más actos dentro de un período de tres años), deberá formularse una OPA previa.

Por otra parte, la regulación peruana de OPA impone un sistema parcial, en la medida que el citado artículo 6° del Actual Reglamento de OPA señala que la OPA previa deberá formularse sobre el número de valores que se pretende adquirir<sup>552</sup>, mientras que la OPA posterior deberá formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula prevista en el Anexo I, el que señala:

---

<sup>552</sup> Evidentemente, la OPA no será parcial en aquellos casos donde el adquirente formule una OPA por el 100% del Capital Social de la sociedad objetivo (OPA total).

## ANEXO I

Determinación del porcentaje sobre el cual debe realizarse OPA posterior

$$\left[ \frac{X}{Y} \right] \times [1 - Z]$$

Dónde:

X = Porcentaje de participación adquirida en los últimos 3 años.

Y = Porcentaje de participación de terceros antes de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar la OPA.

Z = Porcentaje de participación, luego de la adquisición o conjunto de adquisiciones que da lugar a la obligación de realizar la OPA”.

Así, de lo establecido por los artículos 68° y 71° de la LMV y de los citados artículos y Anexos del Actual Reglamento de OPA, se desprende que el sistema de OPA en el Perú se caracteriza por ser uno obligatorio, parcial y, dependiendo del caso, previo o posterior. No se ha establecido, como en el caso del sistema británico o español, un “precio equitativo”.

### 3.6 Finalidad, principios y bien jurídico tutelado

El establecimiento en el Perú de un sistema de OPA obligatorio, conforme lo regula la LMV y el Actual Reglamento de OPA en su artículo 2°, permite identificar, de manera meridianamente clara, que la finalidad general de esta regulación es la “protección de los accionistas destinatarios de la OPA”. Aunque, adelantamos, no con el mismo nivel de protección del modelo británico de OPA obligatoria<sup>553</sup>.

<sup>553</sup> Véanse al respecto los fundamentos del modelo británico de OPA obligatoria, literal a) del punto 2.2.2 del presente Capítulo II, pp. 189 y ss.

En efecto, estas normas presentan una serie de matices que es preciso analizar para determinar cuál es la real finalidad de la actual regulación de las OPAs en el Perú, cuál es el bien jurídico tutelado y/o interés protegido, y cuáles son, finalmente, los alcances de la regulación vigente.

Al respecto, el citado artículo 2° del Actual Reglamento de OPA señala cuál es el propósito de la OPA en la regulación peruana:

**Artículo 2.- PROPÓSITO DE LA OPA**

La OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer.

Se desprende, pues, que la actual regulación peruana de OPAs tiene por finalidad “proteger a los accionistas ante adquisiciones o incrementos de participación significativa”, pero no de manera genérica, sino a “través de la distribución equitativa para todos ellos de la prima de control que se pague”. Asimismo, también se desprende que el bien jurídico tutelado por la regulación son todos los accionistas de la sociedad objetivo.

Ello ha sido expresamente señalado por la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA:

**2. Capital Social (Artículo 1 inciso 4)**

(...) Teniendo en consideración que la regulación de la OPA tiene una finalidad distributiva a favor de los accionistas carentes de control, buscando que la prima de control -que reciben los accionistas que ejercen control sobre la sociedad- sea compartida con los accionistas que no ostentan control (...) (Resaltado nuestro)

### 3. Propósito de la OPA (Artículo 2°)

(...) [E]l objetivo fundamental de la OPA es garantizar que todos los titulares de valores a los que se dirige la oferta puedan participar en la prima que pudiese entregarse al accionista o titulares de valores que le permitieron al adquirente obtener o incrementar su participación significativa en condiciones cuando menos iguales a las que les hubiere reconocido. (Resaltado nuestro)

Por su parte, con relación a los principios que inspiran la regulación peruana, a diferencia de los principios previstos en el Segundo Reglamento de OPA y en la Modificación al Segundo Reglamento de OPA (“Transparencia” e “Igualdad de Trato”), el Actual Reglamento de OPA únicamente contempla en forma expresa un principio: el Principio de Igualdad de Trato, pero no en su doble contenido, como lo hace el modelo británico, sino exclusivamente en la distribución de la prima de control. Vale decir, sólo se señala uno de los elementos del Principio de Igualdad de Trato del modelo británico: la distribución de la prima de control. El otro elemento de este principio (mecanismo de salida) no está previsto expresamente como propósito de la regulación de OPA en el Perú, y consideramos que tampoco hubiera sido conveniente ello pues al establecerse una regulación de OPA parcial, no hubiera cumplido con ser un correcto mecanismo de salida para los accionistas destinatarios de la oferta.

Así también lo manifiesta TORRES MÉNDEZ refiriéndose al artículo 2°:

Como su sumilla lo indica, esta norma consagra la finalidad de la OPA. De acuerdo al texto de la norma, esta finalidad es garantizar que todos los accionistas participen en la prima de control que se ofrece (...)

En tal virtud, la finalidad de la OPA consiste concretamente en la aplicación del principio de igualdad de trato en dicha adquisición o incremento, para que todos los accionistas puedan participar en dicha prima.

Como se puede advertir, esta norma sí consagra de manera expresa el principio de igualdad de trato como finalidad de la OPA. De tal manera que resulta totalmente claro, y contundente, que en la legislación peruana del Mercado de Valores, la OPA sirve para conseguir que todos

los accionistas, sin excepción, puedan tener acceso a la prima de control y no un solo grupo o grupo de ellos.

Por tal razón, esta norma establece con claridad que esta legislación ha querido que en el Perú el mercado de control empresarial opere principalmente mediante la aplicación del principio de igualdad de trato. Es por ello que, para tal efecto, el artículo 68 de la Ley peruana del Mercado de Valores impone el régimen de obligatoriedad para la OPA<sup>554</sup>.

De esta manera, en lo referente al Principio de Igualdad de Trato, el sistema peruano de OPA obligatoria se aparta del modelo británico, en la medida que no contiene los dos elementos del principio de igualdad de trato del modelo británico y, por tal motivo, el nivel de protección del bien jurídico tutelado es menor que el dispuesto por el modelo británico.

Por su parte, con relación al Principio de Transparencia sobre el cual el Actual Reglamento de OPA guarda silencio (a diferencia de que sí fue expresamente mencionado en las anteriores normas sobre OPA), debemos manifestar que suponemos que la idea del legislador fue dar preponderancia al Principio de Igualdad de Trato, toda vez que el Principio de Transparencia, como hemos señalado en el punto 1.3.3 de este trabajo, es inherente a la OPA como mecanismo de adquisición de acciones, por lo que el hecho de no ser mencionado por la norma no lo excluye como principio en nuestra actual regulación de OPAs.

De lo expuesto, podemos concluir lo siguiente:

- i. La regulación de OPA vigente no contempla el mismo nivel de protección para los accionistas como lo hace el modelo británico de OPA obligatoria, pues sólo contiene uno de los dos elementos del principio de Trato

---

<sup>554</sup> TORRES MÉNDEZ, Miguel. *Óp. cit.*, p. 730.

Igualitario (participación en la prima de control), dejando de lado el mecanismo de salida para los accionistas.

- ii. Atendiendo a que el sistema de OPA peruano es uno de OPA parcial, así se hubiera invocado de forma expresa el mecanismo de salida para los accionistas, en la práctica dicho mecanismo no se hubiera cumplido, pues un sistema de OPA parcial implica *per se* una inadecuada protección a los accionistas minoritarios<sup>555</sup>.
- iii. Si se produce la adquisición de una sociedad cotizada sin que se haya pagado una prima de control, no se deberá obligar al adquirente a formular una OPA, pues la regulación peruana de OPAs obliga a su formulación con el fin de distribuir la prima de control entre todos los accionistas, por lo que, de no existir tal prima, no existirá razón que justifique la obligación de formular una OPA.

### 3.7 Breve análisis de la oportunidad de la OPA en el Perú

Como se ha descrito, la normativa peruana de OPAs ha establecido un sistema de OPA obligatorio previo o posterior a la adquisición de participación significativa. Pero, ¿cuál es la razonabilidad de formular la OPA en una u otra forma?, ¿cuáles son las implicancias del ejercicio de cada una? A continuación analizamos brevemente ambos supuestos.

#### 3.7.1 La OPA *previa*: Análisis y razonabilidad

---

<sup>555</sup> Para mayor información sobre las implicancias de los elementos del Principio de Trato Igualitario del modelo británico respecto de los sistemas parciales, totales, previos y/o posteriores en la regulación de OPAs, véase el literal d) del punto 2.2.2 del presente Capítulo, p. 204 y ss.

La OPA previa corresponde al supuesto de OPA obligatoria que tradicionalmente se ha regulado en el Perú y, por lo tanto, es una característica arraigada en el Derecho de OPAS peruano. Así, quien pretenda adquirir participación significativa de una sociedad que cuenta con acciones listadas en la BVL deberá formular una OPA previa para dicho fin, teniendo la libertad de establecer la cantidad de acciones a adquirir (siempre que estén dentro de los porcentajes correspondientes establecidos en la norma) así como el valor de la contraprestación a pagar por las mismas.

La razonabilidad de imponer la obligación de formular una OPA previa ha estado relacionada a: (i) impedir actuaciones como las adquisiciones en el mercado abierto (compras “al goteo” o *ramassage*, negociación directa o cesión de control)<sup>556</sup> las cuáles se consideraban mecanismos que afectaban a los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo, pues hacían que sólo el grupo vendedor se beneficiara de la prima de control<sup>557</sup>; y, (ii) permitir la adquisición de participación significativa en aquellos casos en que el accionariado de la *target* se encuentre disperso o difundido en el mercado<sup>558</sup>.

<sup>556</sup> Véase inciso a) del punto 1.2.2 del Capítulo I del presente trabajo, p. 28 y ss.

<sup>557</sup> Cfr. SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. *Óp. cit.*, pp. 363-366.

<sup>558</sup> De acuerdo a la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA (Punto 4, OPA posterior), “[e]n los mercados en los cuales las tenencias accionarias de las sociedades abiertas se encuentran atomizadas, es decir en muchas manos y en cantidades pequeñas, la OPA [previa] resulta un mecanismo idóneo para adquirir participación significativa, circunstancia distinta en mercados cuyo accionariado se encuentra concentrado (...)  
(...)”

Asimismo, el literal b) del mismo artículo [6°] establece la OPA previa para los demás supuestos, es decir, para aquellos casos en los que el accionariado de la sociedad objetivo se encuentra disperso y por tanto resulta más conveniente al adquirente recurrir a este mecanismo que al esquema de una OPA posterior, se asume [sic] que en estos casos, al encontrarse el accionariado atomizado, resulta difícil identificar a los controladores de dicha sociedad por lo que se opta por el mecanismo de la OPA previa (...).”

No obstante, al igual que en la regulación española, la OPA previa en el Perú ha sido duramente criticada. Entre sus principales problemas e inconvenientes destaca lo complicado que resulta determinar cuándo surge la obligación de formular la OPA. El término “*quien pretenda adquirir*” del artículo 68° de la LMV alude a la voluntad o intención del adquirente, hecho subjetivo difícilmente verificable por parte del Regulador. El profesor español Jaime ZURITA señala al respecto lo siguiente:

Con todo, existen determinadas cuestiones que el Real Decreto 1197/1991 no deja claras y que surgen al haber hecho relevante un elemento intencional, al decir en el art. 1°, 1 <<quien pretenda...>>. Entre éstas surgen, por ejemplo, las siguientes:

¿Es posible que una persona que no posee participación alguna en una sociedad adquiera un 20% de uno o varios accionistas, y más tarde, por ejemplo, seis meses después, formule una OPA comprometiéndose a adquirir un 10% más?

¿En qué medida podría decirse en ese caso que al adquirir el 20% existía ya la intención de superar el 25% y por tanto adquirir una participación significativa?

(...)

Al haber puesto la normativa española el acento en un elemento difícilmente objetivable cual es la intención de adquirir una participación significativa, que es un elemento interno de quien adquiere, hace difícil o imposible la determinación de un momento preciso en que surge la obligación (...)

(...)

La desigualdad puede también plantearse en sentido inverso, es decir, cuando primero se adquiere el 20% a un precio X y luego se formula una OPA por un precio X + Y. Si existía el propósito desde el comienzo, debería haberse formulado la OPA desde el principio y además no debería haberse dado mejor trato a unos accionistas que a otros.<sup>559</sup>

Otro problema o inconveniente que ha sido destacado por los críticos de la regulación de la OPA previa en el Perú consiste en que su aplicación sólo es pertinente en casos en que el accionariado de la sociedad objetivo se encuentre disperso. Sin embargo, tal como lo comentáramos en el punto 2.3.2 del Capítulo I

---

<sup>559</sup> ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime. *Artículo 1°: Oferta Pública de Adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*. En: SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director). *Régimen Jurídico...Óp. cit.*, pp. 59-60.

del presente trabajo<sup>560</sup>, las sociedades peruanas se caracterizan principalmente por que el grupo de control es fácilmente identificable, pues la estructura de propiedad de la mayoría de estas sociedades es de accionariado concentrado. Es decir, su regulación como mecanismo obligatorio no tendría sustento fáctico y, en tal sentido, razón de ser.

Sin embargo, estos inconvenientes han sido, de cierta forma, salvados por la propia regulación en la medida que el inciso b) del artículo 6 del Actual Reglamento de OPA, atendiendo a la realidad de la estructura accionaria de las sociedades peruanas, le ha otorgado un carácter residual a la OPA previa. La razonabilidad de esta medida la plasmó la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA, al señalar que:

En los mercados en los cuales las tenencias accionarias de las sociedades abiertas se encuentran atomizadas, es decir en muchas manos y en cantidades pequeñas, la OPA resulta un mecanismo idóneo para adquirir participación significativa, circunstancia distinta en mercados cuyo accionariado se encuentra concentrado<sup>561</sup>.

De esta manera, el legislador peruano tomó nota de la inconsistencia fáctica que tuvo la regulación de la OPA previa como único mecanismo obligatorio de toma de control en el Perú y reguló la OPA posterior.

Es por esta razón que, como hemos destacado en el punto 3.3 de este Capítulo (p. 240), el desarrollo de las OPAs en el Perú se ha encaminado principalmente por el lado de las OPAs posteriores: de cuarenta y cuatro (44) OPAs desarrolladas

---

<sup>560</sup> Véase también el punto 2.3.1 del Capítulo I, denominado “La estructura de propiedad en las sociedades cotizadas peruanas: ¿divergencia entre propiedad y control?”, p. 99 y ss.

<sup>561</sup> Punto 4, “OPA posterior (Artículos 6° y 8°)”.

desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA, treinta y siete (37) han sido OPAs posteriores, es decir, el 84.1%; y tan sólo siete (7) OPAs fueron previas, esto es, el 15.9%.

Por otra parte, en relación al nivel de protección que la OPA previa brinda a los accionistas minoritarios, tal como está regulada en el Perú, es decir, como una OPA previa y parcial (salvo que ésta se lance por el 100% de las acciones de la *target*), consideramos que es “imperfecto” y nos remitimos a los comentarios efectuados en el punto referido al “Principio de Igualdad de Trato y sus implicancias en el modelo británico de OPA obligatoria y en otros sistemas de OPA obligatoria”<sup>562</sup> así como Cuadros N° 14 y N° 15 (p. 213 y p. 214). Debe tenerse en consideración que el Principio de Igualdad de Trato previsto en la regulación peruana sólo contiene uno de los dos elementos del Principio de Igualdad de Trato del modelo británico: el trato igualitario en la distribución de la prima de control, por lo que presenta un nivel de protección menor a este último.

Dicho esto, basta señalar que la OPA previa y parcial configurada por la regulación peruana protege en forma deficiente a los accionistas minoritarios, bien jurídico tutelado de este sistema, en la medida que la prima de control puede ser discriminada a favor de algunos accionistas, sin que se haya establecido un “precio equitativo” que evite dicho perjuicio. Así, por ejemplo, el adquirente puede adquirir acciones en forma sucesiva o “al goteo”, y posteriormente decidir formular la OPA previa para adquirir el control, pagando por las primeras acciones un precio mayor al que termina pagando en la OPA previa<sup>563</sup>.

---

<sup>562</sup> Véase el literal (iii) del inciso d) del punto 3.2.2 del Capítulo II del presente trabajo, p. 208 y ss.

<sup>563</sup> Un mayor desarrollo de este y otros ejemplos puede verse en el literal (iii) del inciso d) del

Lo antes señalado toma importancia cuando nuestro estudio ha identificado que el 9.09% de las OPAs llevadas a cabo desde la entrada en vigencia de la Actual Regulación de OPA (es decir, 4) fueron previas y parciales.

### **3.7.2 La OPA posterior: Análisis y razonabilidad**

El Actual Reglamento de OPA, al introducir la figura de la OPA posterior en el inciso b del artículo 6 y en el artículo 8, ha establecido un cambio conceptual respecto de los anteriores reglamentos de OPA. Y es que, hasta la emisión de esta norma, la adquisición de participación significativa debía producirse únicamente a través de la OPA previa y su incumplimiento generaba la invalidez de la adquisición, con la consecuente imposición de una sanción administrativa por parte del regulador. Con la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA, el adquirente puede adquirir directa y válidamente participación significativa a través del mecanismo que considere conveniente (negociación directa, cesión de control, etc.) sin verse inmerso en una causal de incumplimiento de la normativa de OPAs, debiendo posteriormente proceder a formular una OPA a favor de los accionistas de la sociedad objetivo con el fin de otorgar a éstos la posibilidad de obtener la prima de control pagada al accionista controlador.

La razonabilidad del legislador al establecer la OPA posterior ha sido el reconocimiento, algo tardío desde nuestro punto de vista, de que la estructura de propiedad accionaria del mercado corporativo peruano es de accionariado concentrado y, por tanto, las adquisiciones de control pueden efectuarse mediante

---

punto 2.2.2 del Capítulo II del presente trabajo, p. 208 y ss.

transacciones directas entre el adquirente y el/los accionista(s) controlador(es), reduciendo con ello los costos de transacción vinculados a tal adquisición. Así lo señala la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA cuando indica que:

[En mercados cuyo accionariado se encuentre concentrado], la adquisición de participación significativa puede ser el resultado de una negociación entre el adquirente y los tenedores previos de tal participación, como resultado de una estrategia de adquisición o sin planteamiento previo. (...) <sup>564</sup>

En esa misma línea, CARRIÓN y MIRANDA señalan:

El principal beneficio de esta norma y donde creemos que el Nuevo Reglamento flexibiliza en cierta manera la regulación de la OPA es en la posibilidad que tiene ahora el inversionista de ubicar al tenedor de control al interior de la sociedad objetivo y, vía una transacción meramente privada, adquirir de manera directa y en un solo acto la participación significativa de la sociedad objetivo. Posteriormente, claro está, el inversionista deberá realizar una OPA posterior. Sin embargo, para este momento, ya se habrá asegurado de obtener la participación significativa que quería. Este creemos que es el principal acierto del Nuevo Reglamento <sup>565</sup>.

De esta manera, el marco de actuación o de realización de la OPA posterior ha quedado delimitado para supuestos en que el adquirente pueda ir directamente al accionista controlador y adquirir de él el control de la sociedad objetivo (supuesto de accionariado concentrado), mientras que la OPA previa podrá formularse para casos de accionario difundido. Nótese, pues, que nuestra regulación fundamenta la diferencia entre OPA previa y OPA posterior por la cantidad accionaria que presenta cada empresa.

---

<sup>564</sup> Punto 4, "OPA posterior (Artículos 6° y 8°)".

<sup>565</sup> CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA ÑIQUE. *Óp. cit.*, p. 186.

Se puede concluir, así, que en el Perú la OPA posterior difiere de la OPA previa en tanto parten de premisas distintas, a saber: la primera se producirá en casos de accionariado concentrado, en tanto la segunda se dará en casos de accionariado difundido.

En la medida que las sociedades peruanas presentan en su mayoría accionariado concentrado y el grupo de control es claramente identificable, puede entenderse por qué, desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA, la mayoría de las OPAs desarrolladas en el Perú son OPAs posteriores.

En esa misma línea, es fácil concluir que la OPA posterior puede generar grandes beneficios para un mercado como el peruano, agilizando la toma de control y, por lo tanto, generando un mercado más eficiente de tomas de control corporativo<sup>566</sup>.

Adicionalmente, en lo que respecta a la OPA posterior, el Actual Reglamento de OPA presenta dos novedades que merecen un comentario especial.

En primer lugar, el inciso a) del artículo 6 del Actual Reglamento de OPA señala que la OPA posterior deberá formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula prevista en el Anexo I. Al respecto, tenemos dos comentarios. El primero destaca la innovación del legislador peruano al crear dicha fórmula, pues, más allá de las críticas que se hayan dado a la misma, según nuestra investigación no existe en otras regulaciones un mecanismo similar. Como señala la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA:

---

<sup>566</sup> *Ídem*, pp. 186-187.

El objetivo de la fórmula es encontrar el porcentaje máximo de valores que todos los titulares de valores que no participaron en la transacción previa hubieran podido vender si es que dicha transacción previa se hubiera realizado a prorrata. De este modo se asegura que los titulares de valores a los que se dirige la oferta tengan la oportunidad de vender la misma cantidad máxima de valores, sea que la transacción se lleve a cabo a través de una OPA previa o a través de una OPA posterior<sup>567</sup>.

Nuestro segundo comentario está referido a la falta de sustento técnico de la fórmula. Ni el Actual Reglamento de OPA ni su Exposición de Motivos han sustentado las razones de esta fórmula y ello genera dudas a los participantes del mercado.

En segundo lugar, se ha incorporado al proceso de la OPA posterior la obligación de elegir y contratar una entidad valorizadora para que determine el valor de la contraprestación a pagar por las acciones en la OPA. En efecto, en aplicación del literal a) del artículo 6 y del artículo 44 del Actual Reglamento de OPA, la OPA posterior debe formularse a un precio no menor que el determinado por la entidad valorizadora que se designe por cuenta del obligado a realizar la OPA. Al respecto, la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA señala:

De ese modo se regula el procedimiento de designación de entidades valorizadoras en el proceso de OPA y OPC, el mismo que tiene como finalidad brindar a los beneficiarios de la OPA un tratamiento no menos favorable que a los poseedores de participación significativa en la sociedad, cuando se produzcan adquisiciones o incrementos de participación significativa.

(...)

La incorporación de las entidades valorizadoras en estos procesos cumple con los objetivos propios de la legislación del Mercado de Valores, promover la transparencia así como la adecuada protección al inversionista.

En cuanto a la labor que realizan, debe tenerse en cuenta que tratándose de OPA posteriores el trabajo de la valorizadora se centrará en verificar y determinar la correspondencia entre el precio pagado por el ofertante y el precio que deberá ser ofertado en la OPA posterior.

---

<sup>567</sup> Punto 14, “Fórmula para efectuar OPA (Anexo I)”.

determinando además, el valor de la contraprestación en las transacciones que generaron la obligación de efectuar la oferta. (...)

Cabe resaltar que el precio a ofrecer determinado por la valorizadora siempre tiene la condición de mínimo, hecho por el cual el ofertante debe tomarlo como referencia para adecuarlo a su oferta, pudiendo realizar una oferta por un precio mayor que el determinado por la valorizadora<sup>568</sup>. (Resaltado nuestro)

Sin embargo, siguiendo a MIRANDA y CARRIÓN, creemos que la inclusión de entidades valorizadoras y el requisito de contar con un informe de valorización, al margen de los posibles problemas operativos que genera, aumenta los costos de una norma que parecía tener la intención de agilizar las tomas de control. Habría sido mejor no incluir a las entidades valorizadoras y que el precio sea, por ejemplo, un precio no menor al pagado en la adquisición privada que genera la obligación de formular una OPA<sup>569</sup>. Téngase en cuenta, por ejemplo, en la legislación comparada los casos del *City Code*, de la regulación comunitaria europea o de la española, los cuáles regulan el denominado “Precio Equitativo” (véase el literal c) (i) del numeral 2.2.2 del presente Capítulo, p. 196), es decir, que el valor de las acciones en la OPA posterior no será menor al mayor precio pagado por el adquirente en los últimos doce meses desde que se generó la obligación de formular la OPA.

Por otra parte, en relación al nivel de protección que brinda a los accionistas minoritarios la ejecución de la OPA posterior y parcial conforme ha sido regulada en el Perú, nos remitimos a los comentarios efectuados en el punto referido al “Principio de Igualdad de Trato y sus implicancias en el modelo británico de OPA obligatoria y en otros sistemas de OPA obligatoria”<sup>570</sup> así como a los Cuadros N°

---

<sup>568</sup> Punto 10, “Régimen de Entidades Valorizadoras (Título IV)”.

<sup>569</sup> *Ídem*, p. 187.

<sup>570</sup> Véase el literal (iii) del inciso d) del punto 2.2.2 del Capítulo II del presente trabajo, p. 208 y ss.

14 y N° 15 (p. 213 y p. 214). Al igual que en el punto anterior, en donde analizamos la OPA previa en el Perú, se debe tener en cuenta que el Principio de Igualdad de Trato previsto en la regulación peruana presenta un nivel de protección menor al Principio de Igualdad de Trato del modelo británico, pues sólo contiene uno de los dos elementos de este último: el trato igualitario en la distribución de la prima de control.

Dicho esto, basta señalar que la OPA posterior y parcial del sistema peruano protege en forma deficiente a los accionistas minoritarios, en la medida que:

- La prima de control puede ser discriminada a favor de los accionistas controladores. Así, por ejemplo, el adquirente puede adquirir participación significativa en forma encubierta y directamente del(os) accionista(s) mayoritario(s) con la correspondiente prima de control y, al generarse la obligación de formular una OPA posterior, el valor de las acciones establecido por la entidad valorizadora podría ser menor al pagado previamente por el control, pues no existe un “precio equitativo” en la normativa peruana que permita equiparar el precio efectivamente pagado por el control<sup>571</sup>.
  
- El valor de las acciones establecido por la entidad valorizadora no refleje el precio pagado por el adquirente, es decir, el valor de la acción más la prima de control. Conforme al artículo 50 del Actual Reglamento de OPA,

---

<sup>571</sup> Un mayor desarrollo de este ejemplo puede verse en el literal (iii) del inciso d) del punto 2.2.2 del Capítulo II del presente trabajo, p. 208 y ss.

el valor de las acciones en la OPA posterior debe ser determinado por la entidad valorizadora siguiendo los siguientes criterios:

- Valor contable de la *target*;
- Valor de liquidación de la *target*;
- Valor como negocio en marcha;
- Precio promedio ponderado de los valores durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de la ocurrencia de la causal que genera la obligación de formular OPA; y,
- La contraprestación ofrecida en caso se hubiese formulado alguna OPA dentro de los doce meses previos a la fecha de la ocurrencia de la causal que genera la obligación de llevar a cabo la oferta.

Además, la entidad valorizadora deberá determinar el valor de la contraprestación en las transacciones que generaron la obligación de formular una OPA, pues el precio mínimo no podrá ser inferior a este último valor, conforme lo prescribe el artículo 48 del Actual Reglamento de OPA.

Al respecto, no queda claro cuál es la razonabilidad de dicha regulación, pues ninguno de los referidos criterios permite a la entidad valorizadora determinar cuál fue el precio con prima de control pagado por el control de la *target*. Los criterios están relacionados directamente al análisis de la *target* (valor contable, en liquidación, como negocio en marcha, etc.), y por ello el monto resultante de la valorización podría ser distinto al precio efectivamente pagado por el control, pues el adquirente pudo haber

tomado otros criterios para valorar a la *target*, como por ejemplo el valor post adquisición bajo información no pública y en base a las sinergias que ésta origine. Distinto también podría ser el caso contrario, donde la entidad valorizadora determine un valor diferente al efectivamente pagado cuando, por ejemplo, estemos ante un supuesto donde no hay prima pagada, sino que, por ejemplo, en la operación que generó la obligación de formular la OPA se paga el mismo valor que el de cotización (ya que el adquirente puede haber negociado con el vendedor-controlador que recién con las sinergias que genere la adquisición se verá incrementado el valor de la *target*); o, simplemente, pudo suceder –como ocurre en cualquier otro mercado- que el adquirente encontró una buena oportunidad de negocio al toparse con un vendedor que aceptó un precio “barato” por toda su participación de control. En cualquiera de estos casos, la entidad valorizadora determinará y recomendará como valor de la contraprestación a pagar precios mayores a los pagados inicialmente, lo que generará desigualdad entre los destinatarios de la OPA y los controladores que vendieron previamente a un precio menor.

Nos preguntamos entonces ¿por qué no se reguló, simplemente, que la entidad valorizadora determine el precio mínimo de la OPA posterior sobre la base del/los precio(s) pagados por el adquirente por las acciones que le permitieron adquirir participación significativa en un determinado periodo de tiempo y que sean los destinatarios-minoritarios de la oferta quienes decidan si venden sus acciones? Ello haría que el servicio brindado sea menos costoso (pues la entidad valorizadora haría un sólo análisis) y sería un mecanismo directamente vinculado al precio de la transacción que

generó la obligación de formular una OPA. Incluso, podríamos afirmar que no sería necesario contar con una entidad valorizadora si se aplica el criterio de “Precio Equitativo” de la regulación británica, española y europea en general y al cual ya nos hemos referido en diferentes oportunidades en este trabajo.

Veamos un par de ejemplos. En un primer caso, pensemos que la entidad valorizadora, luego de aplicar los precitados criterios y establecer un valor para cada criterio, determina cuál de los precios resulta, según su juicio técnico, más adecuado al caso concreto. Imaginemos además que dicho precio termina siendo menor al pagado por el adquirente en la transacción que generó la obligación de formular la OPA posterior. En este caso, fue en vano todo el estudio de valorización efectuado, pues finalmente se utilizó el precio efectivamente pagado por el adquirente, el cual cumple con la finalidad de la regulación: otorgar un trato igualitario en la distribución de la prima de control.

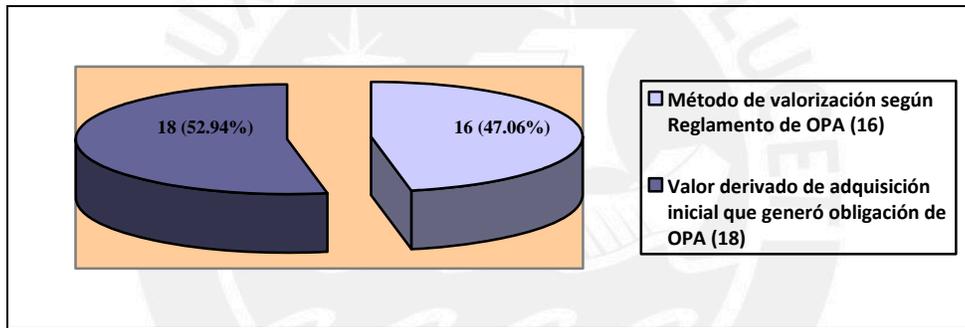
En un segundo caso, la entidad valorizadora, aplicando los criterios de valorización, propone un precio mayor al pagado por el adquirente; en cuyo caso la entidad valorizadora recomendará: (i) un precio mayor al efectivamente pagado por el adquirente; y, (ii) con el cual los accionistas destinatarios de la OPA posterior terminarían recibiendo una prima mayor a la prima de control percibida por los accionistas controladores vendedores. Con ello, la norma estaría, más que protegiendo a los accionistas minoritarios, perjudicando a los accionistas controladores, quienes por la venta de su participación significativa obtuvieron una

contraprestación menor. Desde nuestro punto de vista, se estaría configurando un trato diferenciado entre los controladores y los minoritarios; además, se estaría perjudicando al adquirente y obligado a formular la OPA posterior, pues tendrá que pagar por cada acción un monto mayor al pagado por las acciones que le otorgaron el control de la *target*. Más lógico, reiteramos, hubiera sido que el precio mínimo de las acciones se establezca sobre la base de lo efectivamente pagado por el adquirente. En este segundo caso, la valorización efectuada no fue en vano, pero, más bien, ha sido perjudicial para algunos intervinientes de la OPA posterior (ofertante-adquirente) al otorgar a los accionistas destinatarios mayores derechos de los que la propia regulación precisa para ellos.

Este problema ha sido corroborado al analizar las OPAs posteriores formuladas en el Perú en los últimos años. En efecto, del estudio realizado durante el periodo de vigencia del Actual Reglamento de OPA (2006-2014), se ha determinado que de las treinta y cuatro (34) OPAs posteriores formuladas durante dicho periodo que tuvieron una entidad valorizadora en su proceso, el 52.94% (18 OPAs) determinó que la contraprestación a pagar en la OPA fue el valor derivado de la operación que generó la obligación de formular la OPA, mientras que el restante 47.06% (16 OPAs) estableció como contraprestación a uno de los métodos de valorización, el cual fue en la mayoría de los casos el valor del flujo de caja descontado (62.5%). En otras palabras: (i) en más de la mitad de los casos, la labor de las entidades valorizadoras fue innecesaria, al realizar valorizaciones siguiendo los métodos de valorización establecidos en el Actual

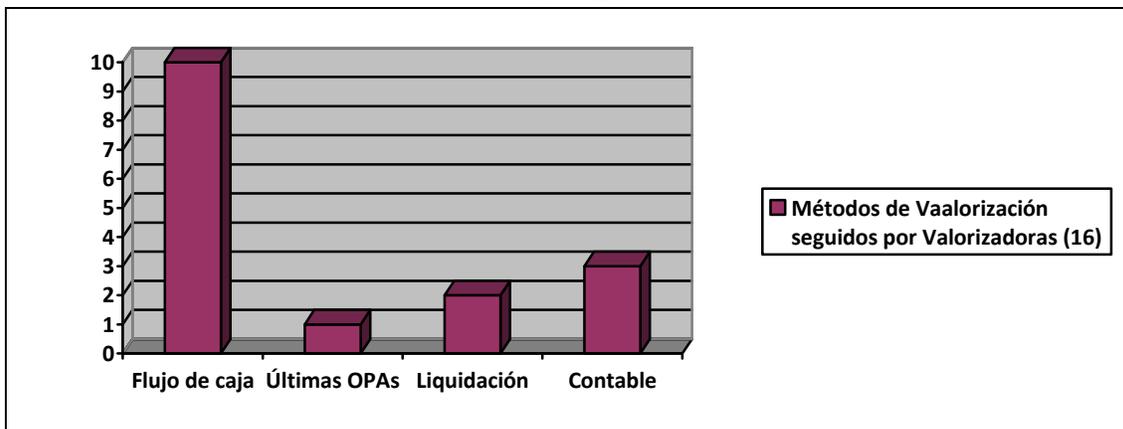
Reglamento de OPA que no fueron tomadas en consideración; y, (ii) en casi la mayoría de los casos (47.06%, 16 OPAs) se han producido desigualdades en contra de los accionistas mayoritarios controladores que vendieron su participación, pues los minoritarios destinatarios de la OPA recibieron una contraprestación mayor que la que recibieron los propios controladores vendedores, además que los adquirentes pagarán un monto mayor por acciones que no le darán el control (que ya lo obtuvo).

**Figura N° 38**  
**Contraprestación de OPAs posteriores según Entidades Valorizadoras**  
**Métodos de valorización vs. Valor derivado de la operación que generó la obligación de lanzar OPA (2006-2014)**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

**Figura N° 39**  
**Métodos de valorización seguidos por Entidades Valorizadoras**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

### 3.8 La adquisición indirecta de control

De acuerdo al artículo 7° del Actual Reglamento de OPA<sup>572</sup> existe adquisición indirecta de control cuando el incremento o la adquisición de participación significativa sea resultado de la adquisición de valores emitidos por una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de la sociedad objetivo<sup>573</sup>. Como se aprecia, la norma, en el marco del principio rector de OPAs en el Perú (trato igualitario en la distribución de la prima de control) busca proteger a los accionistas minoritarios de la *target*, pues si no existiese tal regulación, podría darse el caso que se busque evitar formular una OPA.

En efecto, con la regulación de las adquisiciones indirectas, la normativa de OPA busca evitar que mediante operaciones triangulares (esto es, vía la utilización de sociedades o vehículos intermedios), se pretenda eludir la obligación de efectuar una OPA<sup>574</sup> y, de esta manera, se incumpla con la finalidad de esta regulación:

---

<sup>572</sup> **Artículo 7 ROPA.- Adquisición Indirecta.** Se entiende que el incremento o la adquisición de participación significativa es indirecto cuando sea resultado de la adquisición de valores emitidos por una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de la sociedad objetivo.

<sup>573</sup> Por otra parte, es importante tener en cuenta lo establecido en el Reglamento sobre Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (RPI), Resolución Conasev N° 090-2005-EF/94.10, en lo referente a la definición de Propiedad Indirecta. Así:

**Artículo 3 RPI.- Definición de Propiedad Indirecta.** Es propiedad indirecta de una persona la que para este solo efecto se considera que tiene a través de otra persona natural o jurídica, en los siguientes casos:

I. De una persona jurídica:

a) La propiedad que directamente corresponde a otra persona jurídica en la que tiene una participación representativa.

b) La propiedad que directamente le corresponde a una persona jurídica en la que la persona jurídica de la que trata el inciso anterior tiene una participación representativa.

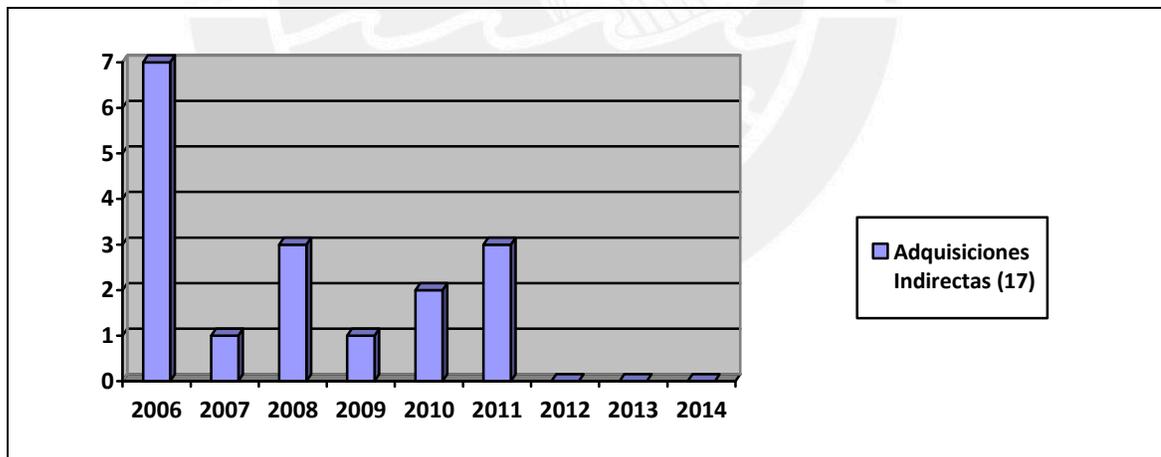
El criterio contenido en el inciso b) precedente se aplica sucesivamente en tanto exista en ellas una participación representativa. (...)

<sup>574</sup> Se entiende que la búsqueda de eludir la normativa de OPA mediante adquisiciones indirectas

“permitir a todos los accionistas de la sociedad objetivo recibir la prima pagada por el control”.

Asimismo, destaca el hecho que, a diferencia de los anteriores reglamentos de OPA, el Actual Reglamento de OPA ha enmarcado de forma genérica los supuestos de adquisición indirecta al señalar que ésta se dará con la “adquisición de valores”, sin diferenciar entre operaciones de reorganización societaria, reducciones de capital, compra de acciones, u otros mecanismos de adquisición. Consideramos, pues, que este es un valioso aporte de la norma vigente que busca evitar argumentos que pretendan eludir la obligación de formular OPAs en supuestos de adquisición indirecta.

**Figura N° 40**  
**Número de Adquisiciones Indirectas con el Actual Reglamento de OPA (2006-2014)**



Fuente: Memoria Anual CONASEV y SMV años 2006 al 2014 y web SMV  
Elaboración: Propia

tiene como objeto el reducir los costos de la adquisición de la *target*, pues se adquiere el control de la Sociedad Controladora (que tiene un porcentaje controlador en la Sociedad Objetivo), sin la necesidad de efectuar una OPA.

De esta manera, la configuración de la adquisición indirecta de control conllevará la obligación de formular una OPA posterior conforme lo prevé el literal (i) del inciso a) del artículo 6° del Actual Reglamento de OPA. En este caso, conforme lo señalan los artículos 6° y 48 del Actual Reglamento de OPA, la oferta deberá formularse sobre el porcentaje de valores que resulte de la aplicación de la fórmula señalada en el Anexo I del Actual Reglamento de OPA, mientras que la contraprestación a pagar no podrá ser menor a la establecida por la entidad valorizadora que se designe, quien además deberá determinar el valor de la contraprestación de la transacción indirecta que generó la obligación de formular la OPA. El precio mínimo en ningún caso podrá ser inferior a dicho valor.

Ahora bien, teniendo en cuenta cuál es la *ratio legis* de esta figura, cabe preguntarse ¿qué sucede en aquellos casos en que la adquisición indirecta de la sociedad subsidiaria cotizada no busca eludir la normativa de OPA, sino que dicha adquisición se basa en una operación empresarial basada en la compra de una sociedad (“controladora”) que a su vez es la matriz de diversas sociedades, en donde la adquisición indirecta no es la finalidad ni la razón de ser de la operación, pues lo que se pretende es adquirir a la sociedad controladora, siendo la adquisición indirecta una mera e inevitable consecuencia? Pues aunque no parezca lógico, conforme a la regulación vigente, el adquirente deberá lanzar una OPA a los accionistas de la sociedad subsidiaria en el Perú.

En este caso, nos preguntamos ¿se cumple con la *ratio legis* de la regulación de las adquisiciones indirectas, la cual busca –como se ha señalado precedentemente- establecer una barrera a la elusión de formular OPAs, con el fin de resguardar el bien jurídico protegido por la norma: los accionistas minoritarios

de la *target*? En ese sentido, ¿debe de obligarse a formular una OPA a los adquirentes?

Agreguemos a ello que la operación de adquisición sea multimillonaria y transfronteriza (“*cross border*”), cuya contraprestación se ha establecido bajo una o más monedas extranjeras (Euros, Libras Esterlinas, por ejemplo), ¿cómo determinará la entidad valorizadora la contraprestación de la OPA? Y, más complicado aún, ¿cómo determinará el valor de la contraprestación de la transacción que generó la obligación de formular la OPA? Y ¿qué pasa si el valor de la empresa peruana subsidiaria equivale a un porcentaje que resulta irrelevante en la transacción *cross border* que evidenciaría que la intención no era adquirir la subsidiaria peruana? Además, ¿podría entenderse que se ha pagado una prima de control por las acciones de la subsidiaria peruana cuando dichas acciones no constituyen una parte significativa de los activos adquiridos en la operación *cross border*?

En todos estos supuestos, nuestro punto de vista es que formular una OPA se hace inconsistente jurídicamente e inviable económicamente. En casos como el señalado, consideramos que hubiese sido preferible exceptuar al adquirente de la obligación de formular una OPA. Se debe precisar la regulación en ese sentido.

### 3.9 Excepciones a la obligación de formular OPAs

La regulación peruana sobre OPAs prevé, al igual que otras regulaciones que siguen el modelo británico de OPA obligatoria, la posibilidad de exceptuar la

obligación de formular una OPA ante adquisiciones de participación significativa en una sociedad cotizada.

La razonabilidad de establecer excepciones a la obligación de formular OPAs está relacionada al hecho que existen supuestos de adquisición de control o participación significativa en donde no existe posibilidad de afectar el bien jurídico tutelado por la regulación OPA (los accionistas minoritarios) porque no existe un pago de prima de control de por medio, o porque la adquisición importa intereses públicos superiores que el legislador desea prevalecer por sobre la formulación de la OPA. Al respecto, la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA grafica claramente el fundamento de las excepciones por parte del legislador peruano:

(...) Se considera que todas ellas tienen un fundamento técnico y legal, asimismo, se considera que la mayoría de ellas tienen un propósito claro en el sentido de no dificultar mediante la obligatoriedad de una OPA la consecución de objetivos de interés público (como es el caso de la adquisición de participación significativa como consecuencia exclusiva de participar en los procesos de promoción a la inversión privada); no incurrir en oposición de normas legales (como es el ejercicio del derecho preferente); no imponer exigencias en casos en los cuales los beneficiarios de la OPA han renunciado al derecho de ser destinatarios de una oferta, como en el inciso a) cuando todos los accionistas beneficiarios de la OPA consienten de modo expreso y por escrito de la totalidad de los accionistas con derecho a voto); también se mantiene como excepción el caso de transferencias de acciones en las que la unidad de decisión y control no cambia, y por tanto se asume que no existe una contraprestación que ha beneficiado a un tercero y no a los demás accionistas de la sociedad objetivo.<sup>575</sup> (Resaltado nuestro)

Así, el Actual Reglamento de OPA ha establecido en su artículo 10° los supuestos de excepción a la obligación de formular una OPA<sup>576</sup>.

---

<sup>575</sup> Punto 12, "Excepciones a la formulación de OPA (Artículo 10°)".

<sup>576</sup> "Artículo 10°.- EXCEPCIONES A LA FORMULACIÓN DE OPA

No es obligatorio efectuar una OPA cuando la adquisición o incremento de participación

---

significativa se produce como consecuencia de:

- a) La aceptación expresa y por escrito de la totalidad de los accionistas con derecho a voto de la sociedad objetivo para la venta o permuta de todo o parte de las acciones representativas de capital social con derecho a voto.
- b) La redistribución entre las personas naturales o jurídicas que forman parte de un mismo Grupo Económico, siempre que tal redistribución no altere la unidad de decisión o control.
- c) El cumplimiento de un compromiso de aseguramiento asumido por un agente de intermediación en el mercado de valores.
- d) La adquisición realizada por un depositario para la posterior emisión de ADR, GDR u otros títulos similares.
- e) La adquisición de ADR, GDR o títulos similares, salvo que el titular ejerza el derecho de voto de las acciones subyacentes o solicite la entrega de dichas acciones.
- f) La adquisición que se efectúa en oferta primaria o a través de la renuncia del derecho de suscripción preferente a favor del o de los potenciales obligados a formular una OPA.
- g) La adquisición o capitalización de créditos efectuada en el marco de procedimientos regulados por la Ley General del Sistema Concursal.
- h) El ejercicio del derecho preferente de suscripción.
- i) Un contrato de fideicomiso, siempre que el ejercicio del derecho de voto se mantenga en el fideicomitente u originador, o en el fiduciario. En este último caso, el beneficiario ulterior deberá ser el fideicomitente u originador. En cualquier otro caso, CONASEV, a solicitud de tercero, evaluará las características particulares de la operación a fin de determinar si corresponde o no la realización de una OPA. Para que proceda la excepción, el fiduciario deberá ser una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría en la circular respectiva que haya sido emitida por el Banco Central de Reserva del Perú.
- j) Un proceso de Promoción a la Inversión Privada, conforme a la legislación de la materia.
- k) La transferencia de acciones u otros valores a que se refiere el artículo 3 emitidos por empresas agrarias azucareras, dispuesta por la respectiva Comisión de Venta, al amparo de la legislación especial para dichas empresas.
- l) Un contrato de prenda en el que se ceda el ejercicio del derecho de voto por un porcentaje igual o superior a los enunciados en el inciso c) del artículo 4° de este Reglamento. Para que proceda la excepción, el acreedor prendario deberá ser una empresa del sistema financiero nacional o un banco o financiera del exterior considerado como de primera categoría en la circular respectiva que haya sido emitida por el Banco Central de Reserva del Perú.
- m) La adquisición realizada para la emisión de cuotas de participación o unidades de circulación de un Exchange Traded Fund (ETF) administrada por una entidad de primer nivel, siempre que se demuestre ante CONASEV que, de acuerdo con la estructura de la emisión, no se tiene como función ni finalidad la adquisición de participación significativa ( INCORPORADO POR RC 005-2009-EF/94.01.1)
- n) La adquisición de cuotas de participación de un Exchange Traded Fund (ETF), administradas por una entidad de primer nivel, salvo que el titular pueda ejercer, directa o indirectamente, el derecho de voto de las acciones subyacentes o solicite la entrega de dichas acciones (INCORPORADO MEDIANTE RC 005-2009-EF/94.01.1)

A la presentación por el interesado de una solicitud debidamente fundamentada, el Directorio de CONASEV podrá, previa evaluación efectuada por su administración, exceptuar de la obligación de hacer OPA o de alguno de sus requisitos.

Los casos de excepción previstos en este artículo, aun cuando no conlleven la obligación de efectuar una OPA, deben ser comunicados a CONASEV y a la Bolsa de Valores por la persona que alcanza o incrementa su participación significativa, al día siguiente de producida la adquisición o incremento, para su respectiva difusión en la forma prevista para los hechos de importancia.”

Destacan, por ejemplo, supuestos de adquisición de participación significativa como y/o a través de:

- ✓ La aceptación del total de accionistas de la sociedad objetivo.
- ✓ La redistribución entre las personas del mismo grupo económico, y que no altere la unidad de control.
- ✓ El ejercicio del derecho de suscripción preferente
- ✓ La adquisición por oferta pública primaria.
- ✓ Un compromiso de aseguramiento por un agente de intermediación.
- ✓ Un depositario para la emisión de ADR o su adquisición.
- ✓ La capitalización de créditos efectuada por Ley del sistema concursal.
- ✓ Un proceso de Promoción a la Inversión Privada
- ✓ Un contrato de fideicomiso.
- ✓ Un contrato de garantía mobiliaria sobre acciones donde el acreedor deberá un banco o una financiera.

Sin perjuicio de los supuestos de excepción del artículo 10° del Actual Reglamento OPA, dicho artículo también establece la posibilidad de solicitar la excepción de formular una OPA o de alguno de sus requisitos en cualquier otro supuesto de adquisición de participación significativa (“cajón de sastre”), para lo cual se deberá presentar al regulador su solicitud debidamente fundamentada. De nuestro análisis se sabe que en la práctica, el regulador ha otorgado excepciones a la obligación de formular OPAs, o de alguno de sus requisitos.

Para los efectos de este trabajo, corresponde analizar uno de los supuestos de excepción relacionado a adquisiciones indirectas, el cual nunca entró en vigencia

pues fue derogado por el artículo 4° de la Resolución CONASEV 020-2006-EF/94.10. Nos referimos al inciso m) del citado artículo 10° del Actual Reglamento OPA, cuyo texto era el siguiente:

m) La celebración de una transacción internacional que involucre la adquisición o el incremento de participación significativa de manera indirecta en la SOCIEDAD OBJETIVO, a través de la reorganización de sociedades o de la adquisición de acciones emitidas por LA SOCIEDAD, siempre que:

1. Tanto en el caso de reorganización de sociedades como en el caso de la adquisición de acciones, las acciones emitidas por LA ADQUIRENTE o por LA SOCIEDAD se encuentren listadas en cualquiera de las Bolsas supervisadas por las comisiones de valores miembros del IOSCO; y, en ambos casos,

2. El porcentaje de la participación significativa que se adquiere, aplicado sobre el valor total de los activos de la SOCIEDAD OBJETIVO, represente no más del 1% (uno por ciento) del valor total de los activos de LA SOCIEDAD ponderado por el porcentaje de participación que la ADQUIRENTE adquiere de LA SOCIEDAD en la transacción internacional.

Para los fines de este acápite, se considera:

SOCIEDAD OBJETIVO: la sociedad cuyas acciones con derecho a voto se encuentran listadas en la Bolsa de Valores.

LA SOCIEDAD: Aquella que tiene participación directa o indirecta en la SOCIEDAD OBJETIVO y que ha sido adquirida por LA ADQUIRENTE como consecuencia de una reorganización societaria internacional o de una operación de adquisición de acciones.

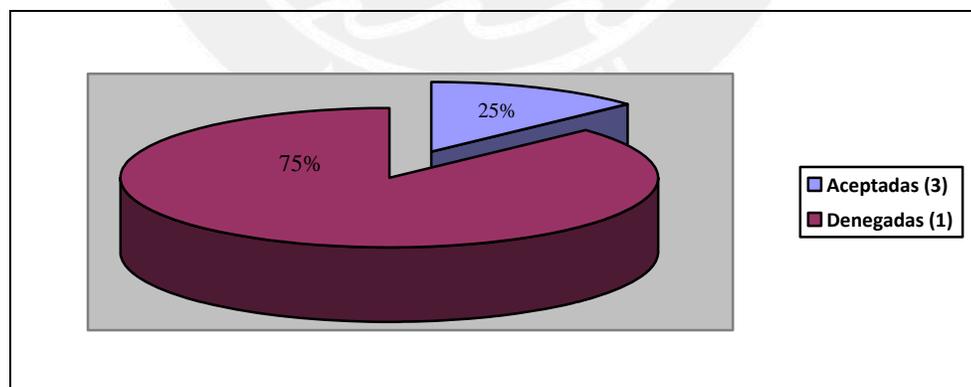
ADQUIRENTE: la persona natural o jurídica que adquiere las acciones de LA SOCIEDAD, a través de la reorganización de sociedades o de la adquisición de acciones.

El valor total de los activos se determina en función a los estados financieros consolidados debidamente auditados de LA ADQUIRENTE. En el caso de LA SOCIEDAD OBJETIVO el valor total se determina en función a los estados financieros auditados de ésta o, si fuere el caso, de los estados financieros consolidados debidamente auditados. En ambos casos, los estados financieros serán los que correspondan a la fecha anterior más cercana a la transacción internacional”

Sobre el particular, corresponde recordar nuestros comentarios y críticas en el punto anterior respecto a la regulación de la adquisición indirecta en supuestos donde la adquisición de control de la sociedad cotizada (*target*) no era la razón determinante de la transacción, más aun cuando nos encontrábamos ante una operación multimillonaria transfronteriza. En estos casos, señalamos, era conveniente que se modificara la regulación para establecer una excepción a la

formulación de una OPA. Pues bien, como se puede apreciar, el derogado inciso m) regulaba la excepción en dichos supuestos, el cual lamentablemente no entró en vigencia por motivos que el legislador no ha terminado por esclarecer. Así, la Exposición de Motivos del Actual Reglamento de OPA señala que, de encontrarse ante estos supuestos, quien desee verse exceptuado de la obligación deberá presentar una solicitud debidamente sustentada y amparada en el “cajón de sastre” prescrito en el artículo 10° del Actual Reglamento OPA, para que el regulador, sobre la base de las características particulares de la operación y sin que ello implique que necesariamente se eximirá al adquirente de la formulación de la OPA, determine si procede el otorgamiento de la excepción. Se deja así, al criterio del regulador, y de sus funcionarios de turno, la decisión final sobre exceptuar en tales supuestos la obligación de formular una OPA, lo cual genera – desde nuestro punto de vista- inseguridad jurídica en este tipo de operaciones.

**Figura N° 41**  
**Número de Solicitudes de Excepción de Formular una OPA como consecuencia de Adquisiciones Indirectas *cross border* (2006-2008)**



Fuente: Expedientes obtenidos de la SMV  
Elaboración: Propia

**3.10 Determinación de la naturaleza de la OPA en el Perú a partir de su regulación y de la estructura de propiedad accionaria de su mercado empresarial: ¿Mecanismo para el Tratamiento Equitativo en la distribución de la prima de control? ¿Mecanismo de Opción de Salida para los accionistas? ¿Mecanismo disciplinario y fiscalizador de los administradores? ¿Mecanismo eficiente para adquirir el control?**

Teniendo en consideración la estructura de propiedad accionaria de su mercado empresarial y luego de haber descrito los antecedentes normativos de la regulación peruana sobre OPAs, así como su actual regulación y en particular el análisis y razonabilidad de las OPAs previas y posteriores en el Perú, corresponde determinar cuál es la real naturaleza de esta figura en nuestro país.

Al respecto, nuestro análisis debe partir por lo establecido en el Actual Reglamento de OPA y la LMV, los cuales señalan que la OPA es finalmente un mecanismo que garantiza que todos los accionistas puedan participar de la prima de control que se pague ante una adquisición corporativa. Es decir, contiene el Principio de Igualdad de Trato del modelo británico de OPA obligatoria pero únicamente con uno de sus elementos.

Ahora bien, es preciso señalar que la OPA como mecanismo de protección del accionista minoritario a través de la distribución de la prima de control termina siendo un mecanismo “imperfecto”, toda vez que no cumple de forma eficiente con ello. Tres son los argumentos que sustentan nuestra posición.

En primer lugar, en el supuesto que estemos frente a una OPA previa, sea parcial o total, siempre existirá la posibilidad de que el tercero adquirente compre acciones en forma previa a la OPA a un precio mayor al ofrecido en ésta, con lo cual se daría un trato desigual a los accionistas de la sociedad objetivo. Si bien ésta es solo una posibilidad y dependerá en buena parte del nivel de supervisión del regulador, en nuestra opinión su sola consideración genera una contingencia que reduce el nivel de protección de la regulación peruana de OPAs; más aún, si se considera que la obligación de formular una OPA previa nace con la sola “intención” de adquirir participación significativa, hecho sumamente complicado de determinar y comprobar por el regulador. Como se ha manifestado, hubiera sido conveniente que la regulación peruana estableciera normas sobre la figura del “Precio Equitativo” a efectos de mitigar este riesgo<sup>577</sup>.

En segundo lugar, en el supuesto que estemos frente a una OPA posterior, sea parcial o total, el valor de la contraprestación a pagar por acción estará únicamente vinculado al valor de la sociedad objetivo obtenido por una entidad valorizadora según los criterios establecidos por el Actual Reglamento de OPA, el cual no incluye el valor de la prima pagada, por lo que tendremos tres escenarios posibles.

---

<sup>577</sup> A lo largo de este trabajo hemos mencionado esta figura que se desprende de la regulación británica y, posteriormente, en la actual normativa europea y española, *Cfr.* Literal b) (i) del numeral 2.2.2 del Capítulo II de este trabajo, p. 191 y ss. Así por ejemplo, conforme lo señala el numeral 4 del Artículo 5° de la Directiva 2004/25/CE de la Comunidad Europea relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, se considera “precio equitativo” al precio más alto que haya pagado el adquirente por los valores durante el periodo que será determinado por cada país miembro. En ese sentido, si existiera una regulación del “precio equitativo” el adquirente no tendría incentivo para adquirir antes de la OPA pues pagará el mismo precio, además de generar una verdadera igualdad en el pago de la contraprestación.

- El primero, en el que el valor obtenido sea menor que el precio pagado en la operación que generó la OPA;
- El segundo, en el que el valor obtenido sea igual;
- El tercero, en el que el valor obtenido sea mayor

En el primer y segundo escenario, teniendo en cuenta que el valor por acción no podrá ser menor que el precio pagado en la operación que generó la obligación de formular la OPA, el resultado será que se tomará este último precio, con lo cual en ambos supuestos se cumpliría con la finalidad de la regulación peruana de OPAs: el trato igualitario en la distribución de la prima de control. En el tercer escenario, se tomará el valor por acción obtenido por la entidad valorizadora, el cual al ser mayor que el precio pagado por el adquirente a favor de los accionistas que vendieron sus acciones significará que a los destinatarios de la OPA se les pague una prima de control mayor, con lo que habría un trato desigual entre los accionistas de la *target* (quienes venden en la OPA y quienes vendieron en la transacción que generó la obligación de formular la OPA), agregando además que en este último caso la propia norma estaría generando el tratamiento desigual. En estos tres escenarios, si bien notamos que existen supuestos en donde habría plena protección a los accionistas en la distribución de la prima de control, somos de la opinión que la sola existencia de la posibilidad de que exista desigualdad en la distribución de la prima de control genera ineficacia en la OPA como un correcto mecanismo de distribución de la prima control.

En tercer lugar, en el supuesto que estemos frente a una OPA parcial, no podrá darse una adecuada distribución de la prima de control debido a que este tipo de ofertas, por su propia naturaleza, no permite que los accionistas se beneficien de

toda la prima que les correspondería al prorratearse las acciones entre todos los aceptantes de la OPA.

Ahora bien, ¿tiene la OPA en el Perú otra naturaleza además de ser un mecanismo que permite el trato equitativo en la distribución de la prima de control? Pues nuestra respuesta es negativa. Partiendo del hecho que la propia regulación peruana vigente sobre OPAs no lo señala expresamente, debemos argumentar lo siguiente:

- No es un correcto Mecanismo de Opción de Salida para los accionistas porque los accionistas destinatarios no podrán contar con un adecuado derecho de separación ante el cambio de control. Salvo los casos en que nos encontremos ante OPAs totales, las cuáles, como se ha señalado, son la excepción en el Perú: sólo el 34.09% (15 OPAs).
- No es un correcto Mecanismo disciplinario y fiscalizador de los administradores porque al contar el Perú con un mercado empresarial caracterizado por una estructura de propiedad concentrada, las sociedades cotizadas no tienen una relación de agencia (separación entre “propiedad-control”) que deba ser corregida, motivo por el cual la OPA no alineará los intereses entre los accionistas y los administradores.
- Finalmente, no es un Mecanismo eficiente para adquirir el control porque al contar el Perú con un mercado empresarial caracterizado por una estructura de propiedad concentrada, sería más eficiente para el adquirente negociar

directamente con el controlador y utilizar otros mecanismos de adquisición menos costosos.

Luego de lo antes señalado, nos volvemos a preguntar cuál es la naturaleza de la OPA en el Perú, y nuestra conclusión es que la figura bajo análisis termina siendo, como lo manifestamos previamente, un mecanismo “imperfecto” de protección del accionista minoritario a través de la distribución de la prima de control.

### **3.11 ¿Qué tan costosa es formular una OPA en el Perú? Análisis y determinación de costos a partir de la regulación peruana**

Del análisis efectuado, podemos señalar que para el desarrollo de una OPA en el Perú el adquirente deberá contratar a las siguientes entidades:

- a) Banco Estructurador: Quien se encargará de estructurar y coordinar la transacción. No es obligatoria su participación pues la SAB puede realizar sus funciones.
- b) Sociedad Agente de Bolsa (SAB): Quien realizará la gestión de intermediar los valores ofertados, liquidando y compensando las transferencias. En la mayoría de los casos su contrato de servicios establece un pago fijo y una comisión variable dependiendo del monto total liquidado.
- c) Entidad Valorizadora: Si estamos ante un supuesto de OPA posterior, se encargará de determinar el valor de la contraprestación en la OPA.

- d) Asesores Legales: Siendo la OPA una operación altamente especializada en el mercado de valores, se requerirá de la asistencia de asesores legales especializados en este tipo de operaciones.
- e) Retribuciones/Contribuciones a la BVL, CAVALI y la SMV, Fondo de Garantía: Actualmente están establecidos de la siguiente manera:
- Retribución BVL: 0.0021%
  - Fondo de Garantía: 0.0075%
  - Retribución CAVALI: 0.0525%
  - Contribución SMV: 0.0135%

Los cuáles se pagan respecto del monto total negociado.

- f) Gastos adicionales: Adicionalmente a los gastos anteriores, conforme a la regulación vigente el adquirente deberá adquirir un número determinado de acciones vía una OPA Posterior. A ello habría que agregarle las comisiones que cobran las entidades bancarias por la emisión de la garantía (mayormente carta fianza bancaria) que obligatoriamente deberá presentarse para la formulación de la OPA.

El siguiente cuadro describe de forma aproximada<sup>578</sup> los gastos en que incurriría el adquirente para formular una OPA<sup>579</sup>:

---

<sup>578</sup> El gasto dependerá de la complejidad de la operación, del monto involucrado, entre otras variables.

<sup>579</sup> Esta información ha sido obtenida a través de información pública, entrevistas y consultas a bancos estructuradores, SABs, entidades valorizadoras y estudios de abogados.

**Cuadro N° 20**  
**Gastos aproximados del oferente de una OPA en el Perú (en US\$)**

	US\$	
	Mínimo	Máximo
<b>Banco Estructurador</b>	20,000	80,000
<b>SAB</b>	20,000	120,000
<b>Valorizadora</b>	10,000	140,000
<b>Asesores Legales</b>	15,000	40,000
<b>Retribuciones/Contribuciones</b>	A determinar	A determinar
<b>Compra de acciones</b>	A determinar	A determinar
<b>TOTAL</b>	<b>65,000</b>	<b>380,000</b>

*Elaboración:* Propia

*Fuente:* Entrevistas y Expedientes de OPA (SMV y BVL)

Como se aprecia, la posibilidad de formular una OPA es una variable que todo adquirente debe tomar en consideración al momento de valorar la adquisición, debido a los costos adicionales en que debe incurrir, adicionalmente a la propia compra de acciones y a las retribuciones y/o contribuciones que se deben pagar a la BVL, CAVALI, SMV y al Fondo de Garantía que dependerán del monto negociado en bolsa.

# **PARTE SEGUNDA:**

## **LA PROBLEMÁTICA DE LA REGULACIÓN DE OPAS EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO Y PLANTEAMIENTO DE UNA PROPUESTA DE SOLUCIÓN**

A large, faint watermark of the university logo is centered on the page, featuring the same ship and star emblem as the header logo, with the Latin motto "ET LUX IN TENEBRIS LUCEAT" and the year "MCMXXVII".

# **CAPITULO III**

## **PLANTEAMIENTO DE PROBLEMAS**

## 1. Presentación

En la primera parte de este trabajo se ha abordado el marco teórico de las fusiones y adquisiciones corporativas en general, y de las OPAs en particular, hasta describir el fenómeno de la regulación de las OPAs en los principales mercados del Perú y el mundo. Parte fundamental de este trabajo ha sido analizar la finalidad y los principios de la regulación de la OPA en los distintos mercados y el bien jurídico que se pretende tutelar, para determinar desde un punto de vista teórico si se cumplían correctamente. En ese contexto, hemos llegado a establecer críticas a la regulación peruana de OPAs. Críticas de orden económico, jurídico y de mercado sustentan la necesidad de revisarla e, incluso, de suprimirla.

Entre las principales críticas que nuestro estudio ha observado a la regulación vigente de OPAs es que la misma ha generado: (i) sobre costos para los adquirentes, quienes ven incrementado el valor de la operación; (ii) perjuicios a los accionistas minoritarios a los que la propia regulación de OPA's pretende proteger, pues el encarecimiento del costo de la adquisición reduce el número de transacciones de tomas control, con lo cual la sociedad *target* al no ser adquirida no estará en control de quien mejor la valora y quien mejor la administrará; y, (iii) perjuicios al desarrollo económico del país y del mercado de valores en particular, al no desarrollarse un mercado de control societario de sociedades cotizadas.

No obstante, resulta necesario corroborar estas críticas a partir de la experiencia peruana, pues únicamente con resultados empíricos podremos estar en capacidad de dar un correcto y efectivo diagnóstico del caso peruano. Debemos preguntarnos, pues, si la hipótesis de este trabajo se cumple, esto es, que el

mercado de tomas de control corporativo peruano a nivel de empresas que cotizan sus acciones en bolsa no requiere de un sistema obligatorio de OPAs sino un sistema voluntario que permita agilizar e incentivar las tomas de control societario, generando desarrollo de la economía peruana y del mercado de valores en particular.



## 2. Un problema de sobre-costos hasta “llegar al escándalo”. Los casos Backus, Siderperu, Agrícola Sintuco, Cerro Verde y el escandaloso caso Empresa Eléctrica de Piura

### 2.1 El caso BACKUS

Entre julio del año 2005 y agosto de 2006, la empresa SABMiller plc., a través de su vehículo Racetrack LLC., adquirió indirectamente el 99.7157% de las acciones clase A de Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston SAA (BACKUS) pertenecientes a las empresas Bavaria S.A. (mediante una fusión por absorción con la empresa BevCo, holding de Bavaria) y a Cheswick Comercial S.A. (mediante compra directa de acciones). Adicionalmente, esta operación incluía la adquisición de otras empresas peruanas cotizadas en la BVL como Cervecería del Sur del Perú S.A. (Cervesur), Cervecería San Juan S.A., Vidrios Planos del Perú S.A., Inmobiliaria Pariachi S.A.; otras no cotizadas como Club Sporting Cristal S.A., Agroinversiones S.A., Embotelladora San Mateo S.A., Naviera Oriente S.A., Quipudata S.A. y Transportes 77 S.A.; además de empresas colombianas y ecuatorianas

Esta adquisición indirecta de nivel internacional (*cross border*) generó la obligación de formular una OPA posterior en BACKUS y en las otras cinco (5) empresas cotizadas del grupo. En el caso de la OPA BACKUS, desarrollada en el año 2006, debemos mencionar que la misma tuvo las siguientes características:

- Por lo complicado que sería discriminar el valor implícito de la contraprestación pagada por la adquisición de BACKUS (y de las demás

subsidiarias) derivado de la operación *cross border* que dio origen a la obligación de formular una OPA, el regulador solicitó al obligado presentar dos (2) Informes de Valorización. Las Entidades Valorizadoras que se adjudicaron este servicio fueron Enfoca e Interinvest.

- Las Entidades Valorizadoras determinaron diferentes valores:

**Cuadro N° 21**  
**Problema de sobre-costos: Valorizaciones OPA BACKUS 2006 (Enfoca e Interinvest)**

	Valor Flujo de Caja	Valor derivado operación inicial
<b>Enfoca</b>	S/. 92.41	S/. 82.99
<b>Interinvest</b>	S/. 85.23	S/. 99.71

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

- **Enfoca:**
    - ✓ Priorizó el valor Flujo de Caja
    - ✓ En la medida que el valor del Flujo de Caja era mayor que el derivativo, recomendó como contraprestación dicho valor
  - **Interinvest:**
    - ✓ Priorizó el valor Flujo de Caja
    - ✓ En la medida que el valor derivado de la operación inicial era mayor que el derivativo, recomendó como contraprestación dicho valor
- El regulador determinó como contraprestación final de la OPA el importe de S/. 99.71 por acción por ser el mayor valor. Es decir, tomo en cuenta la recomendación de Interinvest.

Ahora bien, desde un punto de vista del principio rector de la regulación peruana sobre OPAs, parecería ser que existió un tratamiento igualitario en la distribución de la prima pues los destinatarios de la OPA recibieron un monto equivalente al que se pagó a los accionistas controladores vendedores. Pero el problema viene cuando nos preguntamos ¿Cuál sería nuestra posición si tomamos los valores obtenidos por Enfoca? Pues definitivamente no habría distribución equitativa en la prima de control ya que debió tomarse como precio para la OPA el valor de flujo de caja y éste sería mayor al valor derivado –según Enfoca, con lo cual se le pagaría más a los accionistas destinatarios que a los accionistas controladores que vendieron (Bavaria y Cheswick). Además, debería advertirse que en este último caso tampoco habría prima de control pues, comparándolo con la valorización efectuada por Interinvest, se habría pagado a un valor menor (S/. 92.41) de lo que vale efectivamente cada acción (S/. 99.71), por lo que podría incluso argumentarse que no debería obligarse a formular una OPA en un caso donde no habría prima que distribuir, siendo esto último la finalidad de la regulación peruana de OPAs.

Lo anterior genera una nueva pregunta ¿Cuál es el precio de BACKUS según el criterio de flujos de caja, el de Enfoca o el de Interinvest? ¿Cuál es valor derivado de la operación que generó la obligación de formular la OPA? ¿No hubiese sido mejor contratar una sola Entidad Valorizadora? De nuestro estudio y de las consultas efectuadas entre los participantes de esta operación, la gran diferencia entre ambas valorizaciones generó desconfianza en el inversionista (SABMiller) y en el mercado en general, por lo que hubiese sido mejor la designación de una sola valorizadora, atendiendo –como correspondería- a su experiencia en este tipo de servicios.

Cabe preguntarse, además, cuánto costaron ambas valorizaciones: Enfoca cobró S/. 386,750.00 (incluido IGV) e Interinvest cobró S/. 265,000.00 (incluido IGV), esto es, un total de S/. 651,750.00. Más de medio millón de Nuevos Soles, una cifra importante sin duda alguna para cualquier adquirente, incluso para una empresa como SABMiller. En este punto, es importante señalar que por ningún motivo es posible aceptar argumentos a favor de la contratación de entidades valorizadoras como el que *“si estamos ante una empresa extranjera con un importante patrimonio, debe contratar la valorizadora y no debería quejarse”*. Estos argumentos fueron escuchados en más de una oportunidad por funcionarios del regulador y participantes de bancos estructuradores y SABs. Argumentos como ese no tienen ningún sustento económico ni racional.

¿No hubiera sido mejor establecer que la contraprestación de la OPA sea a “Precio Equitativo”, en los términos de la regulación europea o española, por ejemplo, y que no se hubiese contratado a las valorizadoras? Más aún, si consideramos los costos adicionales que presenta formular una OPA, ya esbozados en el punto 3.11 del Capítulo II de este trabajo, p. 312 y ss. (así por ejemplo, el banco estructurador, la SAB, asesores legales, comisiones, etc.).

Por las razones expuestas, desde nuestro punto de vista utilizar dos valorizadoras fue ineficiente, al generar grandes costos al adquirente e incertidumbre en el mercado nacional.

Además, nos preguntamos, si existía un controlador de quien se adquirió en forma indirecta más del 99% del capital de BACKUS, ¿qué sentido tenía la OPA desde

el punto de vista del mercado de control societario? Evidentemente, ninguno. El supuesto trato igualitario en la distribución de la prima de control es, a todas luces, el único sentido que se le puede dar en estos casos, siendo ello sumamente ineficiente y discutible.

## 2.2 Los casos Siderperu y Agrícola Sintuco

En el año 2007 se desarrollaron las OPAs sobre las acciones de Empresa Siderúrgica del Perú S.A. (Siderperu) y de Empresa Agrícola Sintuco S.A. (Agrícola Sintuco), ambas como consecuencia de adquisiciones de control locales directas. En ambos casos, la adquisición del control se obtuvo de forma directa de un accionista controlador.

Las características de la OPA Siderperu fueron:

- OPA posterior total, adquisición directa local
- La Entidad Valorizadora priorizó el valor Flujo de Caja
- Valor Flujo de Caja (S/. 1.38) fue mayor que el valor derivado de la operación inicial (S/. 0.40) por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación dicho valor
- Contraprestación de la OPA: S/. 1.38 por acción

Las características de la OPA Agrícola Sintuco fueron:

- OPA posterior total, adquisición directa local
- La Entidad Valorizadora priorizó el valor de Liquidación

- Valor Liquidación (S/. 6.34) fue mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 3.86) por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación dicho valor
- Contraprestación de la OPA: S/. 6.34 por acción

**Cuadro N° 22**  
**Problema de sobre-costos: Valorizaciones OPAs Siderperu y Agrícola Sintuco 2007**

	Valor Flujo de Caja / Liquidación	Valor derivado de operación inicial	Diferencia entre valores
<b>OPA Siderperu</b>	<b>S/. 1.38</b>	S/. 0.40	145%
<b>OPA Agrícola Sintuco</b>	<b>S/. 6.34</b>	S/. 3.86	64%

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

Al respecto, destacan los siguientes comentarios:

- En ambos casos existió una significativa diferencia entre la valorización de la sociedad objetivo efectuada por el Entidad Valorizadora y el valor derivado de la operación que generó la obligación de formular la OPA (145% y 64%). En los dos casos fueron finalmente los importes determinados en las valorizaciones (Flujo de Caja y Liquidación) los que se establecieron como la contraprestación a pagar por cada acción en la OPA.
- No sabemos si las entidades valorizadoras se equivocaron en sus valorizaciones, pero lo señalado en el punto anterior nos plantea un problema de sobre costos para el adquirente pues tendría que pagar montos mayores a los efectivamente pagados en la operación de generó la obligación de formular la OPA, lo cual nos recuerda la pregunta de si no era mejor aplicar

un “Precio Equitativo” en vez de aplicar valores tan alejados del precio derivativo.

- c) Adicionalmente, desde el punto de vista del principio rector de la regulación de peruana de OPAs, el establecimiento de la contraprestación por las acciones en ambas OPAs generaba en sí mismo un tratamiento desigual en la distribución de la prima de control pues se pagaría a los destinatarios de la OPA un mayor valor que el pagado a los accionistas controladores que vendieron sus acciones en la operación que generó la obligación de formular una OPA
- d) No obstante todo lo anterior, ambas OPAs fueron declaradas desiertas por falta de postores (accionistas vendedores), por lo que finalmente toda su ejecución fue un gasto innecesario para los obligados a formularlas. Sólo para mayor conocimiento, en nuestro estudio de encontró que las valorizadoras cobraron S/. 46,000 inc. IGV en la OPA Siderperu y S/. 57,500 inc. IGV en la OPA Sintuco. En particular, reiteramos nuestra pregunta sobre si haber pagado por las valorizaciones de las Entidades Valorizadoras fue necesario, pues, incluso, no estábamos ante supuestos “complicados” de valorizar. Se han generado evidentes sobre costos para el adquirente.
- e) El hecho que se hayan declarado desiertas ambas ofertas nos lleva a considerar que, incluso en los casos en que se ofertan valores a precios considerablemente elevados en comparación con el valor derivativo y que deberían evidenciar el pago de una prima considerable a favor de los accionistas minoritarios destinatarios de la oferta, la OPA en el Perú no es

vista como un mecanismo de salida ni como mecanismo que genere liquidez en el mercado de valores. La OPA en estos casos se formuló única y exclusivamente por obligación legal pues lo adquirentes ya habían adquirido lo que necesitaban.

### 2.3 El caso Cerro Verde

El mismo año 2007 se desarrolló la OPA sobre las acciones de Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. (Cerro Verde), cuyas principales características fueron las siguientes:

- OPA posterior parcial, consecuencia de adquisición Indirecta cross border por parte de Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc. de Phelps Dodge Corporation
- La Entidad Valorizadora priorizó el valor Flujo de Caja
- Valor Flujo de Caja (US\$ 8.00) fue menor que valor derivado de la operación inicial (US\$ 14.40), por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación este último
- Contraprestación de la OPA: US\$ 14.40 por acción

**Cuadro N° 23**  
**Problema de sobre-costos: Valorización OPA Cerro Verde 2007**

	Valor Flujo de Caja	Valor derivado de operación inicial	Diferencia entre valores
<b>OPA Cerro Verde</b>	US\$ 8.00	<b>US\$ 14.40</b>	80%

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

Al respecto, destacan los siguientes comentarios:

- a) Desde el punto de vista del principio de la regulación peruana de OPAs, en este caso existiría un tratamiento igualitario en la distribución de la prima de control pues se pagaría un valor equivalente al que recibió el accionista controlador que vendió en la operación que generó la obligación de formular la OPA.
- b) Como en el caso de las OPAs Siderperu y Sintuco, existió una significativa diferencia (80%) entre la valorización de la sociedad objetivo efectuada por el Entidad Valorizadora y el valor derivado de la operación que generó la obligación de formular la OPA, el cual fue finalmente establecido como contraprestación a pagar por cada acción en la OPA.
- c) Lo antes señalado nos plantea igualmente un problema de sobre costos para el adquirente pues tendría que pagar un monto sumamente elevado y, según las entrevistas realizadas, dicha valorización dejó la sensación en los funcionarios y asesores del adquirente de que la Entidad Valorizadora obtuvo un valor derivado demasiado elevado. Ello nos recuerda, una vez más, la pregunta de si no era mejor aplicar un “Precio Equitativo” en vez de aplicar valores tan alejados del precio derivativo.
- d) Otro tema de sobre costos en este caso fue que la OPA fue declarada desierta por falta de postores (vendedores), por lo que finalmente toda su ejecución fue un gasto innecesario para el adquirente, más aún, cuando la

entidad valorizadora cobró por sus servicios S/. 65,000 inc. IGV. Nos preguntamos, una vez más, si haber pagado por la valorización fue necesario.

- e) Como en las OPAs anteriores, el hecho que se haya declarado desierta esta OPA nos lleva a considerar que por más que se ofrezca adquirir valores a precios considerablemente elevados, la OPA en el Perú no es vista como un mecanismo de salida ni como mecanismo que genere liquidez en el mercado de valores. Y es que, en este caso la OPA se formuló única y exclusivamente por obligación legal pues el adquirente (Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.) ya había adquirido lo que necesitaba.
- f) Lo señalado en punto anterior se consolida en el hecho que Cerro Verde, como la mayoría de sociedades cotizadas en el Perú, presenta accionariado concentrado y que los otros dos accionistas controladores (21% y 18.5%, respectivamente) mandaron sendas cartas indicando que no venderían sus acciones en la OPA pues habían suscrito un pacto de accionistas que se los prohibía. Por dicha razón, sólo el restante 6.937% (*free float* constituido por 3,016 acciones, entre trabajadores y terceros) podría venderse en la OPA. Este es un claro ejemplo de cómo se manejan las OPAs en el Perú: controladores vendiendo directamente al adquirente sus participaciones de control y OPAs lanzadas a minoritarios poco interesados.

#### **2.4 Un caso de escándalo: el caso Empresa Eléctrica de Piura**

En el año 2008, como consecuencia de la adquisición de participación significativa en la empresa española cotizada ENDESA por parte de la empresa española

“Acciona, S.A.” (Acciona) y de la italiana “Enel Energy Europe Srl.” (Enel), éstas adquirieron indirectamente, entre otras, participación significativa en la sociedad peruana Empresa Eléctrica de Piura S.A. (EEPSA), motivo por el cual, conforme a la regulación peruana de OPAs vigente, debían formular una OPA posterior sobre las acciones con derecho a voto de EEPPSA.

Para tales efectos, el regulador peruano convocó al proceso de selección de la Entidad Valorizadora, obteniendo la buena pro la empresa Macroinvest, quien luego de una serie de observaciones por parte de EEPSA, con fecha 24 de noviembre de 2008 emitió el informe de valorización correspondiente, cuyas características principales fueron las siguientes:

- La Entidad Valorizadora priorizó el valor Flujo de Caja
- Valor Flujo de Caja (S/. 6.13) fue mayor que el valor derivado de la operación inicial (S/. 3.00), por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación el primero
- Contraprestación de la OPA: S/. 6.13 por acción, traído a valor presente S/. 5.95

**Cuadro N° 24**  
**Problema de sobre-costos: Valorización OPA EEP 2008**

	Valor Flujo de Caja	Valor derivado de operación inicial	Diferencia entre valores
<b>OPA EEPSA</b>	<b>S/. 6.13</b> <b>(S/. 5.95)</b>	S/. 3.00	104%

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

Al respecto, EEPSA objetó el informe de valorización hasta llegar a la Corte Suprema por considerar que:

- i. El valor derivado obtenido por Macroinvest es más del doble (+104%) del estimado a través del Descuento de Flujos de Caja (DFC), cuando de acuerdo con los informes de los bancos de inversión en los que se basa Macroinvest para emitir su informe, la OPA de Enel y Acciona sobre Endesa lleva una prima máxima del 19% o en el extremo contrario hasta un descuento máximo del 11%;
- ii. De haberse producido alguna prima de control en la OPA llevada a cabo sobre Endesa, en todo caso esta se hubiese adjudicado a los activos con mayor valor estratégico por poseer sinergias con los negocios de los compradores o por ser activos de energía renovable. Sin embargo, EEPSA no cumple ninguno de los requisitos para recibir una prima de control por encima de su valor fundamental DCF porque a) no aporta sinergias a los compradores, ni por tamaño ni por ubicación geográfica y b) no es una compañía de energía renovable sino una compañía de generación térmica que además no es eficiente competitivamente;
- iii. Los informes de los siete bancos de inversión en que se basa Macroinvest para realizar el cálculo del valor derivado, muestran múltiplos para el negocio global de Endesa, los negocios de Latinoamérica de Endesa y el negocio de generación en Latinoamérica;
- iv. Macroinvest hace un juicio de valor al múltiplo aplicable a EEPSA sin ningún soporte, al establecer una compensación absoluta entre un castigo por la generación térmica y un premio por el negocio de gas. Aplica arbitrariamente el múltiplo de 8.24 del negocio eléctrico de generación en Latinoamérica utilizado para el cálculo del valor derivado, para valores del negocio de gas de EEPSA.

Pero, ¿Por qué tanta incomodidad de EEPSA con la valorización? ¿por qué llegó hasta la máxima instancia del Poder Judicial con tal de evitar dicha valorización?

De acuerdo a una conversación que sostuvimos con uno de los asesores legales de EEPSA encargados de este procedimiento, nos manifestó que para esta empresa el método de valorización empleado era clara y técnicamente errado y, más importante aún, de un ejercicio numérico que habían realizado, se determinó que si se desarrollaba la OPA por el valor “elevado” establecido por la valorizadora como contraprestación y se multiplicaba por el número mínimo de acciones al que se debía formular la OPA posterior, y no se formulaba sobre un

valor financiero y económicamente razonable, se generaría un “*sobre-costo equivalente a la construcción de una nueva central hidroeléctrica*” [dixit]. Dicho sobre-costo se había convertido, claramente, en un problema que la empresa no estaba dispuesta a asumir.

Acabado el proceso judicial (año 2010), EEPSA tuvo finalmente que formular la OPA, motivo por el cual la valorizadora se encargó que efectuar una precisión del valor que había establecido como contraprestación en el año 2008 (S/. 6.13) como consecuencia del tiempo transcurrido y de distribuciones de utilidades efectuadas en dicho periodo, siendo el nuevo valor de contraprestación el importe de S/. 4.08. Esta OPA se desarrolló satisfactoriamente.

Nótese, pues, cómo pudo evitarse esta situación, así como los costos asociados, si la regulación hubiese exceptuado de la obligación de formular una OPA en supuestos como éste (adquisiciones indirectas *cross border*), conforme se podrá apreciar de nuestros comentarios en el punto 4 siguiente, o, en todo caso, si se hubiese regulado el “Precio Equitativo”. Todo esto, sin mencionar el costo del servicio de la Entidad Valorizadora asumido por el adquirente, que ascendió a S/. 136,000.00 inc. IGV.

Por último, no debemos olvidar que si se hubiese mantenido la contraprestación en la suma de S/. 6.13 se hubiese producido, por lo menos en teoría, un tratamiento sumamente diferenciado o desigual entre los accionistas destinatarios de la OPA, que recibirían dicho monto por acción, y los accionistas controladores, que según la Entidad Valorizadora recibieron un monto equivalente a S/. 3.00 por acción.

## 2.5 Otros casos: OPAs “desiertas” y OPAs con resultados ineficientes

### 2.5.1 OPAs “desiertas”

Teniendo en cuenta los costos que conlleva formular una OPA, según hemos identificado en el numeral 3.11 del Capítulo II, es preciso señalar aquellos casos en los que ha quedado claramente demostrado cómo esta figura tal como está regulada en el Perú no es eficiente por generar costos irre recuperables y no retribuir en forma alguna al oferente. Nos referimos a las OPAs declaradas desiertas por falta de postores (accionistas minoritarios).

Del estudio realizado, se han identificado al menos seis (6) OPAs declaradas desiertas, que representan el 13.63% del total de las OPAs formuladas en el Perú durante el periodo de vigencia del Actual Reglamento de OPA.

De las OPAs declaradas desiertas, ya nos hemos referido a las OPAs Sideperu, Sintuco y Cerro Verde del año 2007, por lo que nos referiremos a las tres restantes: la OPA Poderosa (2010), la OPA Sintuco (2010) y la OPA Edegel (2011).

Al igual que en el año 2007, en el año 2010 Empresa Agrícola Sintuco fue nuevamente objeto de una OPA. Al respecto, destacan las siguientes características:

- OPA posterior total, adquisición directa local

- La Entidad Valorizadora nuevamente priorizó el valor de Liquidación
- Valor Liquidación (S/. 10.61) fue mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 5.35) por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación dicho valor
- Contraprestación de la OPA: S/. 10.61 por acción

Como en la OPA Sintuco 2007, esta OPA destaca por la considerable diferencia (98%) entre el valor por acción determinado por la Entidad Valorizadora como empresa en Liquidación (S/. 10.61) y el valor derivado de la operación inicial que generó la obligación de formular la OPA (S/. 5.35). Asimismo, esta OPA también fue declarada desierta por falta de postores (accionistas vendedores), mientras que con relación a los costos, la Entidad Valorizadora cobró S/. 20,000.00 inc. IGV por sus servicios. Es evidente que hubo un sobre costo innecesario para el adquirente al tener que formular una OPA. Para mayor detalle, pueden revisar nuestros comentarios a la OPA Sintuco 2007 en el numeral 2.2 previo.

En el mismo año 2010, se realizó la OPA sobre las acciones de Compañía Minera Poderosa S.A. por parte de ocho personas, entre naturales (3) y jurídicas (5) pertenecientes al Grupo Arias. Igualmente, fue declarada desierta por falta de postores (accionistas vendedores).

Posteriormente, en el año 2011 se desarrolló la OPA sobre las acciones con derecho a voto de EDEGEL S.A.A. por la empresa Inkia Energy Limited. Esta OPA se desarrolló como consecuencia de una operación que involucró la adquisición indirecta de un conglomerado de diversas empresas eléctricas de Perú (Edegel y Kallpa), Bolivia, República Dominicana, El Salvador, Panamá y

Jamaica. No obstante, lo que destaca de esta operación es que finalmente fue declarada *desierta* por falta de postores (accionistas vendedores). En este caso, la Entidad Valorizadora cobró S/. 79,000.00. Al igual que los casos anteriores, consideramos que la ejecución de la OPA terminó siendo un sobre costo para el adquirente.

### 2.5.2 OPAs con resultados ineficientes

Existen otros casos en el que las OPAs ejecutadas tuvieron resultados ineficientes en el sentido que el número de acciones adquirido, luego de liquidada la OPA, era ínfimo, casi como si hubiese sido declarada *desierta*. En estos casos, los asesores legales de los propios obligados a formular las OPAs nos informaron que éstas han sido considerados por los oferentes como sobre-costos innecesarios en la adquisición de control llevada a cabo directamente de los controladores. Con lo cual estamos de acuerdo.

Veamos los casos en donde se han desarrollado estas ineficiencias:

**Cuadro N° 25**  
**Problema de sobre-costos: OPAs con resultados ineficientes**

Año	Sociedad objetivo	# Acciones ofertadas en OPA	# Acciones adquiridas post liquidación
2008	Milpo	147'000,000	1'000,000
	Luz del Sur	114'628,353	272,805
	Mapfre	967,280	83,364
2009	Atacocha	51'544,141	378
2012	Minera Corona	2'315,299	67,013

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

### 3. Un problema de trato diferenciado en el pago de la prima de control y cómo la regulación se “contradice a sí misma”. Los casos Agrícola Sintuco y Profuturo

En el punto anterior hemos adelantado un problema que la actual regulación de OPAs ha generado y que ha quebrado con ello la propia finalidad de esta regulación (trato igualitario en la distribución de la prima de control, conforme a lo previsto en el artículo 2° del Actual Reglamento de OPA). Más aun, ha generado una sobre protección a los accionistas minoritarios a través del otorgamiento de una suerte de pago adicional a la que denominaremos “*súper prima*”.

En efecto, de acuerdo a nuestra actual regulación, la OPA tiene como finalidad distribuir entre todos los accionistas la prima de control que se pague por el control de una sociedad cotizada, esto es, generar un ambiente de igualdad entre todos los accionistas de la *target*. Lo que busca la regulación con esta finalidad es proteger a los accionistas minoritarios (bien jurídico protegido por la regulación de OPAs) en la medida que no se vean discriminados con el pago de la prima de control.

Para dicho efecto, de acuerdo a la actual regulación, en los casos en que deban desarrollarse OPAs posteriores se deberá contratar a un tercero independiente al que se le ha denominado “Entidad Valorizadora”, a efectos que determine el valor de la contraprestación a pagar por cada acción en la OPA, para lo cual deberá: (i) determinar a su consideración cuál es el valor de la sociedad objetivo y de cada acción mediante una serie de métodos establecidos en el Actual Reglamento de OPA; (ii) determinar el valor de cada acción pagada en la operación inicial que

generó la obligación de formular la OPA; y, (iii) establecer el valor de la contraprestación de la OPA a partir del valor más alto entre (i) y (ii).

Ahora bien, nuestro cuestionamiento viene dado cuando la Entidad Valorizadora determina que el valor por acción según su criterio de valorización (flujo de caja descontado, contable, liquidación, etc.) es mayor que el valor de la misma acción en la operación inicial que generó la obligación de formular la OPA posterior, caso en el cual la OPA deberá lanzarse sobre el primer valor.

Nos preguntamos entonces ¿Es correcto que el accionista destinatario de la OPA deba recibir un mayor valor al que recibió el accionista controlador que vendió su participación de control en la operación inicial que generó la obligación de formular la OPA? ¿La propia regulación no estaría generando un trato desigual o diferenciado cuando su finalidad es distribuir en forma igualitaria la prima de control? ¿Puede la regulación otorgar a los destinatarios de la OPA un monto superior a la prima de control pagada a los accionistas destinatarios de la OPA (“*súper prima*”)?

Consideramos que existe un problema en la actual regulación que se ha visto claramente identificado en las OPAs desarrolladas en nuestro país desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA. Es en estos casos, pues, donde nuevamente nos preguntamos por qué no se ha establecido una regulación del “Precio Equitativo”, como lo ha hecho la regulación británica, europea, española y recientemente la regulación argentina.

A continuación desarrollaremos algunos casos donde claramente se aborda esta problemática.

### 3.1 OPAs Agrícola Sintuco 2007 y 2010

Como hemos descrito en el punto 2 de este Capítulo III, Empresa Agrícola Sintuco fue objeto de dos OPAs durante los años 2007 y 2010, en las cuáles una de sus principales características fue el hecho que en ambas oportunidades la Entidad Valorizadora determinó valores claramente distintos entre el valor por acción según los métodos de valorización efectuados y el valor por acción según la operación que generó la obligación de formular la OPA. El siguiente cuadro resume lo antes señalado:

**Cuadro N° 26**  
**Problema de trato diferenciado: OPAs Agrícola Sintuco 2007 y 2010**

Agrícola Sintuco	Valor Liquidación	Valor derivado de operación inicial	Diferencia entre valores
OPA 2007	S/. 6.34	S/. 3.86	64%
OPA 2010	S/. 10.61	S/. 5.35	98%

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

Como se aprecia, la propia regulación determinó en ambos casos que los accionistas destinatarios de la OPA se vieran beneficiados con una *súper prima* que un caso fue 68% y en otro 98% mayor al precio pagado al accionista controlador que vendió su participación de control en la operación generó la obligación de formular la OPA. Para nosotros, ello, sin ninguna duda, es un trato diferenciado a favor de los accionistas minoritarios destinatarios de la OPA

generado por la propia regulación que no es acorde con la finalidad de la normativa peruana de OPAs.

### 3.2 OPA Profuturo AFP

En el año 2010 se desarrolló la OPA sobre las acciones de Profuturo AFP por parte del grupo Scotiabank. Las principales características de esta operación fueron las siguientes:

- OPA posterior total, adquisición directa local
- Por 0.5% del capital social de Profuturo
- La Entidad Valorizadora priorizó el valor Flujo de Caja
- Valor Flujo de Caja (S/. 20.94) fue mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 12.54) por lo que la Entidad Valorizadora recomendó como contraprestación dicho valor
- Contraprestación de la OPA: S/. 20.94 por acción

**Cuadro N° 27**  
**Problema de trato diferenciado: OPA Profuturo AFP 2010**

	Valor Flujo de Caja	Valor derivado de operación inicial	Diferencia entre valores
<b>OPA Profuturo AFP</b>	S/. 20.94	<b>S/. 12.54</b>	66%

Elaboración: Propia  
Fuente: Páginas web SMV y BVL

Como se aprecia, en este caso la diferencia entre el valor Flujo de Caja y el valor derivado de la operación inicial fue de 66%, por lo que hubo una considerable

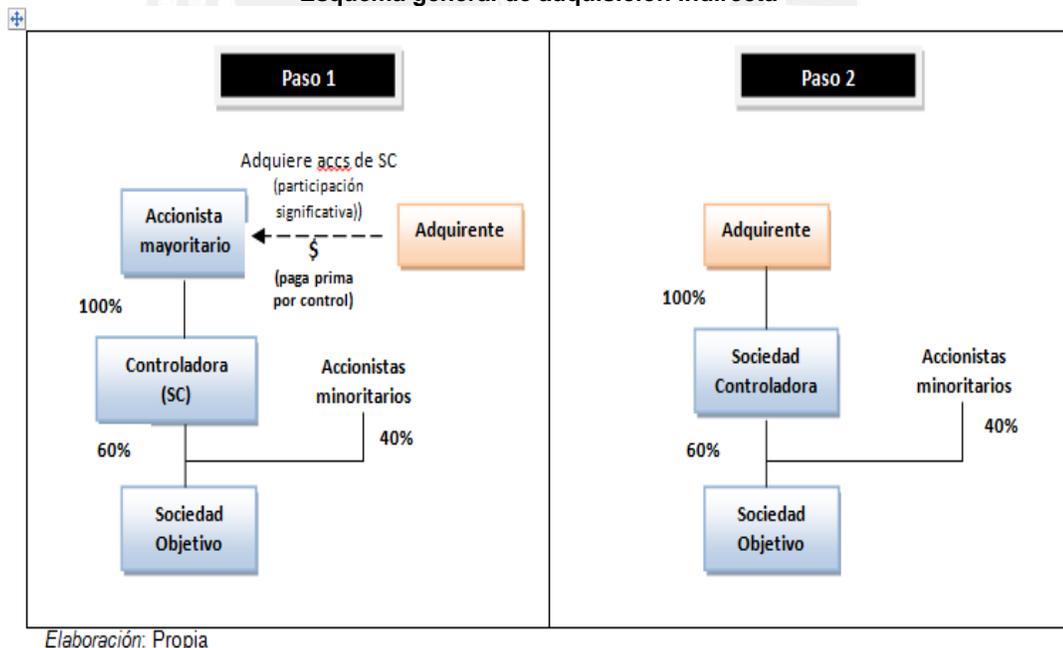
“*súper prima*” a favor de los accionistas destinatarios de la OPA, generando nuevamente un trato desigual o diferenciado entre los accionistas.

**4. Un problema de política regulatoria desde las adquisiciones indirectas: “No todos sacan la vuelta”. El caso ENDESA y las OPAs Edegel, Edelnor y EEP.**

Nuestra actual regulación de OPAs establece que ante un supuesto de adquisición indirecta<sup>580</sup>, el adquirente de participación significativa en la *target*”, deberá formular una OPA dirigida a todos los accionistas de esta última.

El siguiente gráfico ilustra la operación de adquisición indirecta:

**Figura N° 42**  
**Esquema general de adquisición indirecta**



<sup>580</sup> El artículo 7° del Actual Reglamento de OPA regula la **adquisición indirecta** de participación significativa de una sociedad: “Se entiende que el incremento o la adquisición de participación significativa es indirecto cuando sea resultado de la adquisición de valores emitidos por una persona jurídica que tiene propiedad directa o indirecta en el capital social de la sociedad objetivo”.

Como se ha señalado, con esta regulación se busca evitar que mediante operaciones que conlleven adquisiciones indirectas (esto es, vía la utilización de sociedades o vehículos intermedios, como es el caso de la sociedad controladora de nuestro cuadro), se pretenda eludir la obligación de efectuar una OPA<sup>581</sup> y, de esta manera, se incumpla con la finalidad de esta regulación: “permitir a todos los accionistas de la sociedad objetivo recibir la prima pagada por el control”<sup>582</sup>.

Sin embargo, ¿qué sucede en aquellos casos en que la adquisición indirecta no busca eludir la normativa de OPA, sino que dicha adquisición se basa en una operación empresarial basada en la compra de una sociedad matriz (“controladora”) de diversas sociedades a nivel mundial, en donde la adquisición indirecta no es la finalidad ni la razón de ser de la operación, pues lo que se pretende es adquirir a la sociedad matriz, siendo la adquisición indirecta una mera e inevitable consecuencia? La respuesta la podemos encontrar en una operación real, cuya noticia transcribimos como ejemplo a continuación:

*“El 10 de octubre de 2007 se concretó la Oferta Pública de Adquisición de Acciona y Enel sobre la empresa española Endesa. Como resultado de esta multimillonaria transacción global, Acciona y Enel obtuvieron el control sobre Endesa, aumentando su participación de 46.01% a 92.06%.*

*De acuerdo con las normas peruanas del mercado de valores, esta transacción origina la obligación de formular una Oferta Pública de Adquisición a los accionistas minoritarios de las empresas de Endesa*

---

<sup>581</sup> Se entiende que la búsqueda de eludir la normativa de OPA mediante adquisiciones indirectas tiene como objeto el reducir los costos de la adquisición de la target, pues se adquiere el control de la Sociedad Controladora (que tiene un porcentaje controlador en la Sociedad Objetivo), sin la necesidad de efectuar una OPA.

<sup>582</sup> El artículo 2° del Actual Reglamento OPA establece la finalidad o propósito de la regulación OPAs: “La OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer”.

*establecidas en el Perú: Empresa Eléctrica de Piura S.A. (EEPSA), Edegel S.A.A. y Edelnor S.A.A.”*

Esta operación internacional conllevó la adquisición indirecta de una serie de sociedades constituidas a lo largo de diferentes países en el mundo, tuvo un precio de venta multimillonario<sup>583</sup> y generó en las empresas adquirentes (la empresa española “Acciona, S.A.” y la italiana “Enel Energy Europe Srl.”) la obligación de formular OPAs en el Perú respecto de las acciones con derecho a voto de las sociedades peruanas: Empresa Eléctrica de Piura S.A. (EEPSA), Edegel S.A.A. (EDEGEL) y Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A.A. (EDELNOR). Ello, en razón de que la regulación vigente establecía que en todos los casos de adquisición indirecta, el adquirente debía formular una OPA sobre los accionistas minoritarios.

Es válido preguntarse entonces, si al obligar a Acciona y Enel a formular una OPA bajo la regulación del Mercado de Valores peruano, ¿se cumple con la *ratio legis* de la regulación de las adquisiciones indirectas, la cual busca –como se ha señalado precedentemente- establecer una barrera a la elusión de efectuar OPAs, con el fin de resguardar el bien jurídico protegido por la norma: los accionistas minoritarios de la *target*?

De acuerdo a la información pública con que se cuenta de esta operación<sup>584</sup>, consideramos que la intención de Acciona y Enel no era adquirir las sociedades

---

<sup>583</sup> CARCAR, Santiago. *Enel y Acciona formalizan la OPA sobre ANDESA a € 41.3 por acción*. En: *EL PAÍS.com*. Madrid, 12 de abril de 2007. Consulta: 09 de septiembre de 2012. [http://www.elpais.com/articulo/economia/Enel/Acciona/formalizan/OPA/Endesa/413/euros/accion/elpepueco/20070412elpepieco\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Enel/Acciona/formalizan/OPA/Endesa/413/euros/accion/elpepueco/20070412elpepieco_2/Tes)

<sup>584</sup> COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) – ESPAÑA. *Prospecto Informativo OPA de ACCIONA y ENEL sobre ENDESA*. Madrid. Consulta: 9 de marzo de 2012.

peruanas, por lo que es válido preguntarse si en este caso, o en casos similares, ¿debe de obligarse a formular una OPA a los adquirentes? Al respecto, consideramos que no debería obligarse a formular OPAs en estos casos. Las razones que sustentan nuestra posición son las siguientes:

- a) Estamos ante una operación “internacional” que conllevó la adquisición de una sociedad “matriz” o cabeza de una serie de sociedades en diferentes países (*cross border*), en donde puede evidenciarse sin mayor esfuerzo que la intención de Acciona y Enel no fue necesariamente adquirir participación significativa en las empresas peruanas ni evadir la obligación de formular OPAs respecto de éstas pues los activos de las sociedades peruanas no eran una parte significativa de la operación *cross border*.
- b) Las sociedades peruanas tenían un valor relativamente “ínfimo” respecto del valor total de los activos materia de adquisición (en nuestro ejemplo, representaban aproximadamente el 1%). De acuerdo a información pública<sup>585</sup>, la OPA formulada por Enel y Acciona sobre Endesa valora a esta última en aproximadamente € 42,519'000,000.00 (Cuarenta y Dos Mil Quinientos Diecinueve Millones y 00/100 Euros), mientras que las empresas peruanas fueron valorizadas en:

- EDEGEL: S/. 3,795'000,000.00<sup>586</sup>

---

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?nif=A-28023430>

<sup>585</sup> Cfr. Consulta: 9 de marzo de 2013

[http://elpais.com/diario/2007/10/06/economia/1191621603\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2007/10/06/economia/1191621603_850215.html)

<sup>586</sup> De acuerdo al informe de valorización de Macroinvest para la OPA EDEGEL, de fecha 19 de setiembre de 2008. Para mayor información véase el informe completo en la página web de la SMV ([www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe)) y/o de la BVL ([www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)).

- EDELNOR: S/. 485'293,000.00<sup>587</sup>
- EEPISA: S/. 228'000,000.00<sup>588</sup>

- c) No existe pago de prima de control respecto de las sociedades peruanas. En este caso, como en otras operaciones de estas características, el pago de la prima de control se realiza en la adquisición de la sociedad matriz, cuyo precio incorpora como valor subyacente el valor de las sociedades de la cual ésta es controlador, directa o indirectamente, y de los activos que constituyen parte significativa en la adquisición por generar valor al adquirente, por lo que ya no correspondería efectuar un pago por prima de control a nivel de las sociedades objetivo peruanas pues ello implicaría pagar una “doble prima”. Al no existir una prima que pagar respecto de las sociedades peruanas, no habría bien jurídico que deba ser tutelado conforme lo establece el artículo 2° del Actual Reglamento de OPA (“garantizar que todos los accionistas puedan participar en la prima que con motivo de la adquisición se pueda ofrecer”) y, consiguientemente, obligación de formular una OPA.
- d) Es muy complicado discriminar del precio pagado en la operación *cross border* el valor que se deriva de las sociedades objetivo peruanas. En el caso planteado, por ejemplo, Acciona y Enel ofrecieron como contraprestación un precio de € 40.16 (Cuarenta y 16/100 Euros) por cada acción de Endesa, precio que conllevaba el valor intrínseco de todas las sociedades que

---

<sup>587</sup> De acuerdo al informe de valorización de Define para la OPA EDELNOR, de fecha 19 de setiembre de 2008. Para mayor información véase el informe completo en la página web de la SMV ([www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe)) y/o de la BVL ([www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)).

<sup>588</sup> De acuerdo al informe de valorización de Macroinvest para la OPA EEPISA, de fecha 24 de noviembre de 2008, posteriormente precisado mediante carta de fecha 10 de noviembre de 2010. Para mayor información véase el informe completo en la página web de la SMV ([www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe)) y/o de la BVL ([www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)).

formaban parte del grupo de subsidiarias a nivel mundial. Cabe preguntarse entonces, ¿a qué precios debieron lanzar las OPAs Acciona y Enel por las acciones de las sociedades peruanas? ¿cómo se determinan éstos precios? ¿existe un método que garantice la validez de la valorización? Sin duda, surgió un problema para las Entidades Valorizadoras que debieron encontrar un método de valorización razonable que les permitiese determinar el precio de las acciones de las sociedades peruanas. Recuérdese, por ejemplo, el caso de EEP SA descrito en el punto 2.2 del presente Capítulo III, en el cual se consideró que hubo mala praxis en la determinación de la valorización pues había una importante diferencia en el valor Flujo de Caja y el valor derivado de la OPA ENDESA (104%), lo cual ocasionó que la oposición de la empresa adquirente llegase hasta la última instancia del poder judicial y demorase finalmente dos años en la realización de la OPA.

Si revisamos los informes de valorización de las OPAs de EDEGEL (Macroinvest, 2008), EDELNOR (Define, 2008) y EEP SA (Macroinvest, 2010) que se desarrollaron como consecuencia de esta adquisición indirecta internacional, podremos afirmar rápidamente lo imaginativos que fueron las Entidades Valorizadoras para llegar a establecer el método que les permitió encontrar el valor por acción en Nuevos Soles derivado de la operación inicial que generó la obligación de formular las OPAs en el Perú (OPA Endesa). Esta afirmación se reafirma en una consulta que hicimos a los asesores legales de estas empresas y a los funcionarios de las dos Entidades Valorizadoras que participaron en la elaboración de los informes (Macroinvest y Define), quienes manifestaron expresamente este inconveniente.

Por lo expuesto, consideramos que operaciones de este tipo deben ser exceptuadas de la obligación de formular una OPA en forma expresa en la norma y generar seguridad jurídica a los participantes del mercado, conforme lo prescribía el derogado inciso m) del artículo 10° del Actual Reglamento de OPA<sup>589</sup>.

No obstante, debemos ser conscientes que la regulación vigente obliga a formular OPAs en todos los casos de adquisición indirecta, sin tomar en cuenta las consideraciones antes expuestas, con lo cual podemos afirmar que ello genera: (i) costos adicionales para los adquirentes, quienes han visto incrementado el valor de la operación; y, (ii) perjuicios a los accionistas minoritarios a los que la propia regulación de OPAs pretende proteger, pues el encarecimiento del costo de la adquisición reducirá el número de transacciones de tomas control, con lo cual la sociedad objetivo, al no ser adquirida, no estará en control de quien mejor la valora y que, posiblemente, mejor la administrará.

Por otra parte, si bien se puede señalar que nuestra actual regulación sí permite exceptuar de la obligación de formular una OPA en supuestos de adquisición indirecta como los mencionados, conforme lo prescribe el “cajón de sastre” prescrito en el penúltimo párrafo del artículo 10° del Actual Reglamento de OPA, el cual establece la facultad -para cualquier interesado- de presentar una solicitud de excepción de OPA debidamente fundamentada, a efectos que se evalúe su viabilidad, somos de la opinión que la regulación al dejar la decisión final en manos del regulador sin establecer parámetros y criterios objetivos, como sí lo

---

<sup>589</sup> Para mayor información al respecto véanse nuestros comentarios descritos en el numeral 2.3.8 del Capítulo II de este trabajo, p. 302 y ss.

hacia el inciso m) derogado, impone que la decisión final sea de carácter subjetivo, pues ésta dependerá del criterio de los funcionarios de turno, perdiendo con ello predictibilidad en sus decisiones. Es, por tanto, la falta de predictibilidad o incertidumbre la que nos hace considerar pertinente resolver todos los problemas vinculados a estos tipos de adquisiciones indirectas sugiriendo que se incorpore una excepción como la establecida en el inciso m) del artículo 10° derogado del Actual Reglamento de OPA.

**5. Dos problemas de mercado difíciles de resolver. La concentración accionaria y los minoritarios con poder (o la verdadera razón de por qué en el Perú no se pretende cambiar el modelo de OPA obligatorio).**

**5.1 El problema de la concentración accionaria**

Un problema de la regulación peruana de OPAs consiste en que debido a que en el Perú las empresas cotizadas son en su mayoría de accionariado concentrado<sup>590</sup>, la mayor parte de adquisiciones se realizará mediante trato directo entre el adquirente y el controlador, motivo por el cual la OPA termina siendo un ejercicio mecánico impuesto por la regulación y que el adquirente debe cumplir para no ser sancionado. Es decir, no tendrá sentido desde un punto de vista económico, pues la OPA es vista como una imposición legal que genera un sobre-costo al adquirente y como un mecanismo limitativo de la libertad de contratar.

---

<sup>590</sup> Véase al respecto el estudio sobre sociedades peruanas cotizadas y su concentración accionaria realizado en el numeral 2.3.1 del Capítulo I de la Parte Primera de este trabajo. p. 99 y ss.

A ello debemos sumar el hecho que las OPAs serán posteriores y requerirán de la contratación de una Entidad Valorizadora para la determinación del valor de la contraprestación a pagar por cada acción, para lo cual aplican todos los comentarios y/o críticas vertidos previamente respecto de las valorizadoras.

Téngase en cuenta que de nuestro estudio<sup>591</sup>, el 84.1% del total de OPAs (37) fueron posteriores y sólo el 15.9% fueron previas (7).

No vemos la posibilidad que el Perú deje de tener un mercado de accionariado concentrado, por lo que somos de la opinión que lo mejor para el mercado sería eliminar el modelo de OPA obligatorio el Perú por uno voluntario, que reduzca los costos de adquisición del control corporativo de las empresas cotizadas y no establezca limitaciones a los derechos de los adquirentes.

## **5.2 El problema de los minoritarios con poder y el esbozo de una respuesta de por qué en el Perú no se pretende cambiar el modelo de OPA obligatorio**

Del análisis de las OPAs desarrolladas en el Perú desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento OPA y de la información obtenida en las entrevistas a asesores legales y financieros de las empresas vinculadas a estas operaciones (SABs, estructuradores), de miembros de Entidades Valorizadoras y de funcionarios del regulador y de la BVL, somos de la opinión que son dos los

---

<sup>591</sup> Véase al respecto los resultados de nuestro estudio en el numeral 3.1 del Capítulo II, p. 237 y ss; los cuadros N° 31 y 32, p. 240; y el estudio sobre OPAs previas vs. OPAs posteriores realizado en el literal d) (i) del numeral 2.2.2 del Capítulo II de este trabajo. p. 205 y ss; así como el numeral 3.7 del Capítulo II. p. 283 y ss.

principales motivos del por qué en el Perú no se ha cambiado –ni se pretende– cambiar el modelo de OPA obligatorio por uno voluntario, más allá que a nivel académico existe consenso casi mayoritario a favor del modelo voluntario. El primer motivo es conocido y el otro es uno que esbozaremos en este trabajo.

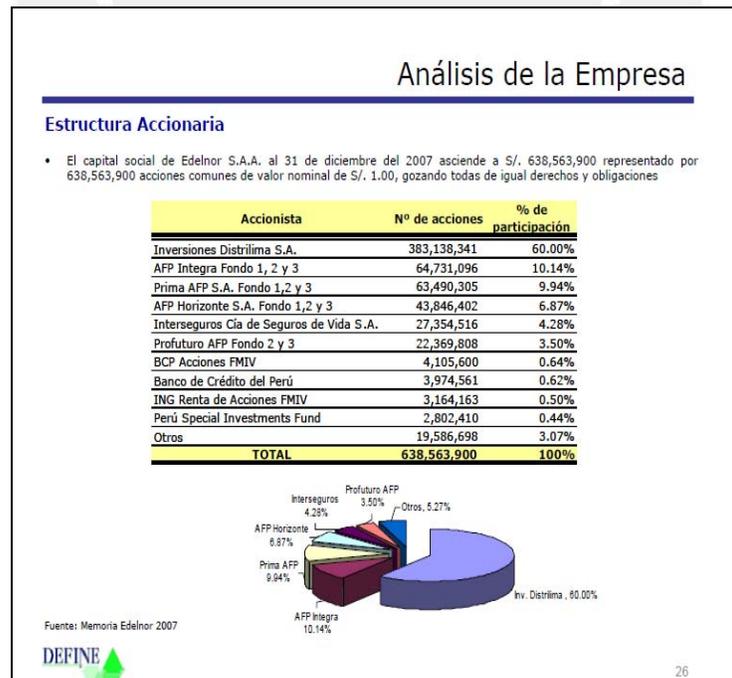
El primer motivo es de carácter político y normativo, y está referido a que en atención a que el modelo de OPA obligatorio se encuentra regulado en una norma de rango legal como es el artículo 68° de la LMV, una propuesta legislativa que proponga su cambio y/o eliminación requerirá de su aprobación en el Congreso, en cuyo seno el debate se tornará político y principalmente “populista”, dejando de lado el debate técnico que este tipo de modificaciones requiere. La experiencia al respecto nos dice que el debate girará en torno a temas valorativos, siendo las preguntas dirigidas hacia consideraciones como ¿por qué se quitará un derecho a los accionistas minoritarios si justamente son minoritarios? ¿Cómo eliminar el trato igualitario a los accionistas? Evidentemente, más populares y mayor satisfacción social generarán aquellos congresistas que apoyen el *statu quo* de la actual regulación, y con ello –supuestamente– protegerán los intereses de los accionistas minoritarios, con lo cual mayores serán los votos en el Congreso dirigidos a votar en contra de una propuesta de modificación, supresión y/o cambio del modelo actual de OPA obligatorio.

El segundo motivo que hemos considerado, y que posiblemente es el mayor escollo en estos momentos (y desde hace varios años), es el de los inversionistas institucionales como los fondos de las AFPs, fondos mutuos, bancos, empresas de seguro, fondos privados de inversión, entre otros inversionistas institucionales, para quienes es rentable que exista una regulación que otorgue una prima de

control ante los cambios de control de las sociedades cotizadas en las que mantienen inversiones. Así vistas las cosas, no solo ganarían como consecuencia del análisis fundamental y/o técnico realizado a largo y/o mediano plazo en sus inversiones, sino que además pueden hacerlo por otros mecanismos, como sería la OPA. A los inversionistas institucionales no les incentiva eliminar o modificar la regulación de OPAs vigente.

Lo antes señalado ha sido corroborado en OPAs como la de EDEGEL (2008), EDELNOR (2008), EEPSA (2010) y MILPO (2010) en donde se transfirieron el 100% de las acciones ofertadas y precisamente en estas empresas se apreció que su accionariado previo al lanzamiento de las OPAs estaba compuesto por participaciones minoritarias de inversionistas institucionales.

**Figura N° 43**  
**Estructura accionaria de EDELNOR al 31/12/2007**



Fuente: Prospecto Informativo OPA EDELNOR – [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

Asimismo, según información obtenida extraoficialmente, se nos indicó que la derogación del inciso m) del artículo 10° del Actual Reglamento de OPA que exceptuaba de la obligación de formular OPAs en los casos de adquisiciones indirectas *cross border* y que hubiese generado que no se lanzaran las OPAs EDEGEL (2008), EDELNOR (2008), EEPSA (2010), estuvo motivada y fue iniciativa de varios inversionistas institucionales que quisieron verse beneficiados de la prima de control a pagar en estas ofertas<sup>592</sup>.



---

<sup>592</sup> A la fecha de derogación el inciso m) del artículo 10° del Actual Reglamento OPA (abril 2006), ya existía una puja de conocimiento público en España por el control de ENDESA incluso se había lanzado una OPA por esta empresa, motivo por el cual ya se sabía que repercutiría en el Perú a través de la adquisición indirecta de EDEGEL, EDELNOR y EEPSA en los próximos meses.



## **CAPITULO IV**

### **NUESTRAS PROPUESTAS**

## 1. Propuesta 1: Cambio integral del modelo de OPA obligatorio. Hacia un modelo eficiente de OPA en el Perú

La primera propuesta consiste en modificar el modelo de OPA obligatoria por un modelo de OPA voluntaria.

Nuestra propuesta, pues, consiste en instaurar un sistema de OPA voluntario con influencia del modelo estadounidense y de la *Williams Act*, esto es, una regulación donde prime el principio de *full disclosure* y que en base a una buena regulación de la OPA, se establezca un mecanismo al que los adquirentes podrán acudir con seguridad, confianza y certeza en caso consideren que es su mejor opción para la toma del control de una sociedad.

No obstante, para realizar el cambio de modelo se deben superar los problemas vinculados al tema político y normativo, así como los *lobbys* que realicen los inversionistas institucionales para no cambiar el modelo que les genera beneficios.

Superados estos problemas, se debe dar paso a la modificación del modelo actual, para lo cual debe tenerse en cuenta que las empresas cotizadas peruanas presentan principalmente accionariado concentrado por lo que en caso se pretenda adquirir el control de una sociedad cotizada, sea más ágil, barato y eficiente adquirirlo directamente del accionista controlador.

Creemos que para tener un modelo eficiente de OPAs<sup>593</sup> que incentive el mercado de control societario en empresas cotizadas, se debe tener claramente definida la estructura de propiedad del mercado corporativo peruano.

Así, por ejemplo, en Inglaterra la estructura de propiedad de su mercado corporativo es de accionariado difundido y la obligatoriedad de realizar una OPA es acorde con los principios que desean proteger (protección a los minoritarios) y razonable desde un punto de vista de mercado, pues la OPA será el único mecanismo para adquirir el control de una sociedad listada en bolsa. En todo caso, la obligatoriedad de dicho sistema (OPA obligatoria) subyace en la dispersión del accionariado<sup>594</sup>, por lo que, la frecuencia de las transacciones con accionistas que detentan el control es nula o casi nula; en un contexto como tal, la OPA es una medida necesaria para adquirir el control<sup>595</sup>.

De la misma forma, pero con mayor libertad de actuación, en Los Estados Unidos sólo se regula la adquisición de una sociedad que lista en bolsa en los casos que el adquirente efectúe una OPA (*tender offer*), pues de adquirir el control de la sociedad objetivo por otra vía no se activará dicha regulación. En este caso, la estructura de propiedad en las sociedades estadounidenses es fundamentalmente de accionariado difundido y sólo será posible adquirir una empresa (i) si se

---

<sup>593</sup> Un trabajo que estableció en forma clara cuándo las OPAs son eficientes, dejando en claro que en mercados con sociedades de accionariado difundido este mecanismo no es compatible en ARRUÑADA, Benito. *Critica a la regulación de OPA's*. En: Revista de Derecho Mercantil N° 203/204. Madrid. pp. 29-67.

<sup>594</sup> Conforme lo señala Juan Fernández Armesto, “el mercado inglés es muy reacio a que en él coticen sociedades en las que predomina un accionista de control”. En: FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan. *Óp. cit.*, p. 41.

<sup>595</sup> POSTIGO BAZÁN, Ricardo. *Óp. cit.*, p. 162.

conoce al grupo de personas que detentan el control de la empresa objetivo, o (ii) si se lanza una OPA a todos los accionistas del mercado.

Se entiende por qué la OPA tiene sentido en transacciones donde el inversionista no tiene identificado de manera clara los grupos de control o en empresas donde el accionariado es tan difundido que para alcanzar el porcentaje deseado resulta lógico, comercial y económicamente eficiente formular la OPA a todos los accionistas de la sociedad.

De esta manera, creemos que no sería eficiente -pues generaría costos de transacción innecesarios- el obligar a realizar una OPA en mercados empresariales donde el accionariado se encuentre concentrado y existen otros mecanismos de toma de control menos costosos.

Somos de la opinión que el sistema que consagra la voluntariedad de las OPAs es el más eficiente y el más adecuado para un mercado de control casi inactivo y con alto grado de concentración del accionariado. Ello básicamente porque permite elegir el mecanismo bajo el cual se tendrá que producir la adquisición. De este modo, si el accionariado está difundido en el mercado, tiene sentido hacer una OPA porque no se sabe quien detenta el control y, consiguientemente, la prima de control sería distribuida entre todos los accionistas que decidan vender sus acciones.

## 2. Propuesta 2: Cambio parcial del actual modelo

Teniendo en cuenta la dificultad que existe en el contexto nacional actual para que prospere un cambio integral del modelo de OPA obligatorio, se ha considerado una segunda propuesta que busca efectuar algunos cambios que consideramos relevantes para generar eficiencia al modelo actual.

Al respecto, se considera relevante efectuar las siguientes modificaciones:

- a) Eliminar la obligación de contratar a las Entidades Valorizadoras y establecer la figura del “Precio Equitativo” en los términos regulados en el City Code británico o la Directiva sobre OPAs europea, o la propia normativa española, a efectos de eliminar algunos problemas de sobre-costos y de trato diferenciado o desigual.
- b) Incorporar el inciso m) del artículo 10° del Actual Reglamento de OPA, derogado, a efectos de reducir sobre-costos.

Sin perjuicio de ello, consideramos que mientras se mantenga vigente el modelo de OPA obligatorio en el Perú no habrán incentivos necesarios para el desarrollo del mercado de control de sociedades que cotizan sus acciones en bolsa.

## CONCLUSIONES

1. Las adquisiciones corporativas tienen en su mayoría una racionalidad económica que justifica su realización: tanto el adquirente como el vendedor han asignado internamente el valor del bloque de control, pero para que se produzca la transferencia, el adquirente deberá valorar más que el vendedor la participación de control. Por ello tiene sentido que el adquirente esté dispuesto a pagar una “prima de control”. No obstante, existen casos en que las adquisiciones y el pago de primas se basan en razones que escapan del razonamiento económico y racional del adquirente.
2. La Teoría del Mercado de Control Societario postula que la existencia de un mercado de control activo resuelve el problema (y los costos) de agencia que se producen en las grandes sociedades cotizadas, siendo el principal mecanismo de alineación de los intereses de los administradores y los accionistas (mecanismo disciplinario y fiscalizador).
3. La OPA es el mecanismo idóneo a través del cual se hacen efectivos los postulados de la Teoría del Mercado de Control Societario en mercados que cuentan con sociedades de accionariado difundido. En estos casos, la OPA es el único medio para adquirir el control y cambiar a la administración ineficiente (Función Fiscalizadora); donde además no intervienen los administradores, que podrían intentar bloquear la adquisición, pues los accionistas venden directamente sus acciones (Función Disciplinaria). No obstante ello, nuestro estudio ha determinado que en el Perú la mayoría de

sociedades cotizadas cuentan con accionariado concentrado, por lo que no existe separación entre “propiedad-control” ni costos de agencia asociados a dicho supuesto, puesto que simplemente no existe. En ese orden de ideas, en el Perú la Teoría del Mercado de Control Societario no tendría sentido y la OPA no sería un mecanismo idóneo para cumplir sus postulados (disciplinar y fiscalizar a los administradores). En el caso del mercado peruano, la relación de agencia se produce entre el accionista controlador y los accionistas minoritarios, y la OPA no cumple función alguna para reducir o mitigar problema de agencia pues basta que el controlador no quiera vender sus acciones.

4. La OPA es un mecanismo para adquirir acciones de sociedades que cotizan sus acciones en una bolsa de valores, y que por sus costos, sofisticación, número de intervinientes y por lo particular de su propio procedimiento, tiene sentido que sea utilizado para la adquisición del control societario. Su utilización en otros casos no guarda racionalidad económica ni tiene sentido su funcionalidad.
5. La regulación de cada país impone a la OPA distintas finalidades y funciones. De ahí se entiende por qué la confusión de diversos autores por definirla como mecanismo para generar igualdad en la distribución de la prima de control, como mecanismo para deslistar acciones, mecanismo de salida, etc.
6. Desde la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA (periodo 2006-2014) se han producido cuarenta y cuatro (44) OPAs, de las cuáles:
  - Siete (7) fueron previas (15.9%)

- Treinta y siete (37) fueron posteriores (84.1%)
  - Quince (15) fueron totales (34.09%)
  - Veintinueve (29) fueron parciales (65.91%)
  - Diecisiete (17) fueron indirectas (38.63%), de las que catorce (14) fueron *cross border* (31.81%)
  - Al menos seis (6) fueron declaradas desiertas por falta de compradores
7. En el Perú, las OPAs no son un mecanismo relevante dentro del mercado de control corporativo. Si bien el mercado de control peruano es activo, con un aproximado de cuarenta (40) operaciones al año, las OPAs no son las más usadas para adquirir el control (4 operaciones aproximadamente por año).
8. La regulación peruana sobre OPAs no regula las tomas de control (“participación significativa”), sino la correcta distribución de la prima de control que paga en las adquisiciones corporativas. En ese sentido, si se produce la toma de control de una sociedad cotizada sin que haya pago de una prima de por medio, no debería obligarse a formular una OPA.
9. Los dos grandes modelos o paradigmas de regulación de OPAs a nivel mundial (el modelo estadounidense de OPA voluntaria y el modelo británico de OPA obligatoria) se distinguen por el hecho que el sistema de OPA obligatorio restringe la libertad del adquirente de decidir el mecanismo de adquisición que mejor le convenga, pues para obtener el control (o habiéndolo ya adquirido) deberá formular necesariamente una OPA dirigida a los accionistas de la sociedad objetivo; en tanto el sistema estadounidense se

presenta como un modelo flexible, donde el adquirente tiene la capacidad de elegir el mecanismo de adquisición que mejor le convenga. La razón de esta diferencia consiste en que ambos modelos guardan finalidades, principios y bienes jurídicos tutelados distintos o, por lo menos, con diferente extensión en su concepción.

10. La regulación peruana de OPAs, que sigue el modelo de OPA obligatoria, no contempla el mismo nivel de protección para los accionistas que el modelo británico de OPA obligatoria, pues sólo contiene uno de los dos elementos del principio de Trato Igualitario (participación en la prima de control), dejando de lado el mecanismo de salida para los accionistas ante el cambio de control debido a que para ello se requerirá la existencia de un sistema de OPA total consistente, caso que no es el peruano pues sólo el 34.9% de OPAs han sido totales (15 OPAs). Teniendo en cuenta que en el Perú rige también el sistema de OPAs parciales, así se hubiera invocado de forma expresa el mecanismo de salida para los accionistas como parte del principio de trato igualitario, en la práctica dicho mecanismo no se hubiera cumplido, pues un sistema de OPA parcial implica *per se* una inadecuada protección a los accionistas minoritarios.
  
11. Desde un punto de vista conceptual, la configuración de la OPA previa en nuestra regulación trae consigo los siguientes problemas:
  - ✓ Es complicado determinar cuándo surge la obligación de formular la OPA. El término “*quien pretenda adquirir*” del artículo 68° de la LMV

alude a la voluntad o intención del adquirente, hecho subjetivo difícilmente verificable por parte del supervisor;

- ✓ Su aplicación sólo es pertinente en casos en que el accionariado de la sociedad objetivo se encuentre disperso. Sin embargo, las sociedades peruanas se caracterizan por que el grupo de control es fácilmente identificable, pues la estructura de propiedad de la mayoría de estas sociedades es de accionariado concentrado;
- ✓ En relación al nivel de protección que la OPA previa brinda a los accionistas minoritarios, tal como está regulada en el Perú, es decir, como una OPA previa y parcial (salvo que ésta se lance por el 100% de las acciones de la *target*), consideramos que es “imperfecto”. La OPA previa y parcial configurada por la regulación peruana protege en forma deficiente a los accionistas minoritarios, bien jurídico tutelado de este sistema, en la medida que la prima de control puede ser discriminada a favor de algunos accionistas, sin que se haya establecido un “Precio Equitativo” que evite dicho perjuicio.

12. Del análisis de la regulación peruana de OPAs a la luz de la realidad del mercado corporativo peruano, se ha determinado que la OPA posterior difiere de la OPA previa en tanto parten de premisas distintas, a saber: la primera se producirá en casos de accionariado concentrado, en tanto la segunda se dará en casos de accionariado difundido. En la medida que las sociedades peruanas presentan en su mayoría accionariado concentrado y el grupo de control es claramente identificable, puede entenderse por qué la mayoría de las OPAs desarrolladas en el Perú son OPAs posteriores. Ello ha sido

corroborado por nuestro estudio: del total de OPAs (44) realizadas durante el periodo bajo análisis (2006-2014), el 84.1% fueron posteriores (37).

13. Se considera que los argumentos que sustentan la imposición de un sistema de OPA obligatorio en el Perú no tienen una justificación razonable, debido fundamentalmente a que: (i) simplemente no existe justificación para su implementación, pues han copiado, sin más, el modelo español, modelo además que en la actualidad se encuentra derogado; (ii) no existe simetría entre el mercado corporativo peruano con relación al mercado británico en el cual nació el sistema de OPA obligatorio (estructura de propiedad del accionariado de las sociedades, flujo de operaciones de toma de control, etc.), con lo que no tendría sentido haber copiado un modelo que nació para una realidad distinta. En pocas palabras, se considera que ha faltado una reflexión sistemática sobre el significado y fundamento del sistema de OPA obligatorio, y sobre los motivos que llevaron al legislador a establecer este sistema en un mercado de control incipiente como el peruano.
14. Adicionalmente a ello, nuestro estudio sobre la experiencia peruana en la ejecución de OPAS a partir de la entrada en vigencia del Actual Reglamento de OPA ha demostrado que reiteradamente se presentan los siguientes problemas y/o cuestionamientos:
  - ✓ Existencia de sobre costos en las adquisiciones corporativas a partir de la actuación de las Entidades Valorizadoras

- ✓ Incoherencia con la finalidad de la regulación peruana de OPAs pues la ejecución de OPAs ha venido generando un trato diferenciado en el pago de la prima de control
  - ✓ Mala política regulatoria en caso de adquisiciones indirectas
  - ✓ De mercado: La concentración accionaria de las empresas peruanas genera dudas respecto de la necesidad de la existencia de un sistema de OPA obligatorio
  - ✓ De mercado: Los inversionistas institucionales que actúan en el mercado como accionistas minoritarios prefieren no modificar el actual sistema y verse beneficiados de la distribución de la prima de control
15. Desde el punto de vista de sobre costos, se evidencia que la incorporación de Entidades Valorizadoras y el requisito de contar con un informe de valorización ha traído consigo problemas en la determinación de la contraprestación a pagar en la OPA, aumentando los costos de una norma que parecía tener la intención de agilizar las tomas de control.
16. Desde el punto de vista de la finalidad de la regulación peruana de OPAs (trato igualitario en la distribución de la prima de control), se evidencia que la propia regulación viene generando diferenciación en la distribución de la prima de control que perjudica a los accionistas controladores que vendieron previamente sus acciones (pues se ha visto que se ha pagado montos mayores en las OPAs que en las operaciones que dieron origen a su formulación, lo cual fue por decir lo menos “desigual”).

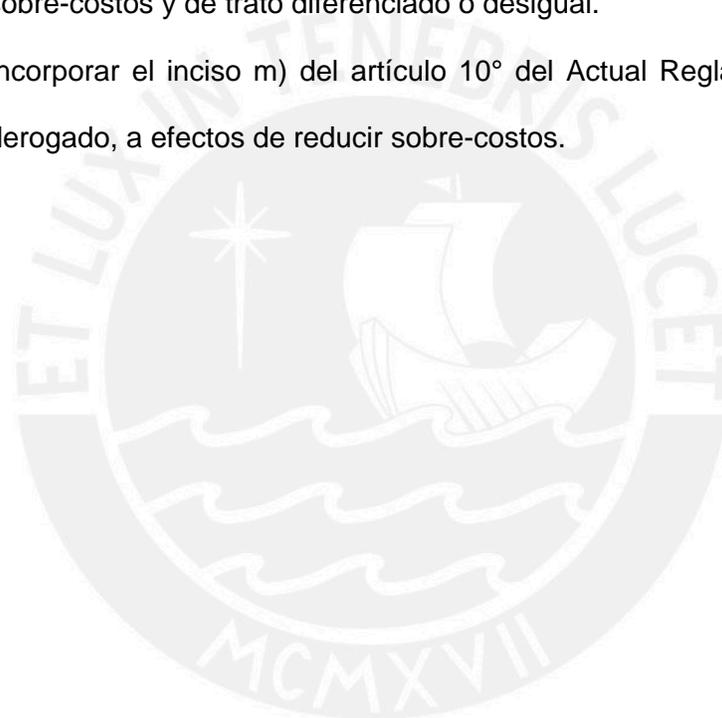
17. Desde el punto de vista de política regulatoria sobre la regulación de las adquisiciones indirectas, a partir del caso de la adquisición de ENDESA de España y de las subsecuentes OPAs Edegel, Edelnor y Empresa Eléctrica de Piura, se evidencia que es preferible exceptuar de la obligación de formular OPA en operaciones *cross border* debido a la inexistencia de una prima de control a nivel de las empresas locales, pues el adquirente paga una prima de control por las acciones de la matriz, que incluye el valor intrínseco de las sociedades peruanas. Imponer la obligación de formular una OPA en estos supuestos genera sobre costos al adquirente, además que desvirtúa la regulación peruana de OPAs cuando a nivel local no se ha dado efectivamente el pago de una prima de control. Se obligaría a formular OPA por el sólo mérito del cambio de control, sin importar la prima.
18. Asimismo, desde un punto de vista de mercado, hemos notado la fuerte crítica a la regulación de la OPA obligatoria que se ha venido dando a nivel de algunos agentes del mercado debido a que las sociedades peruanas son fundamentalmente de accionariado concentrado, motivo por el cual el adquirente está en la posibilidad de decidir el mecanismo de adquisición de control que mejor le convenga, y no tener un sobre costo adicional como es el formular una OPA.
19. Debido a que en el Perú las empresas cotizadas son en su mayoría de accionariado concentrado, se evidencia cómo la mayor parte de adquisiciones se realizan mediante trato directo entre el adquirente y el controlador, motivo por el cual la OPA no tendría sentido desde un punto de vista económico,

siendo vista como una imposición legal que genera un sobre-costo al adquirente y como un mecanismo limitativo de la libertad de contratar.

20. Se considera que los inversionistas institucionales, en su calidad de accionistas minoritarios en un número considerable de sociedades cotizadas peruanas, están vinculados a la razón del por qué hasta la fecha no se pretende cambiar el modelo de OPA obligatorio. Para ellos es preferible mantener una regulación que les otorga un beneficio económico (prima de control) que puede salvar una mala gestión de su cartera de inversiones, o simplemente que les genere un beneficio adicional.
21. Partiendo de la premisa que la adquisición de una sociedad genera beneficios para todos los intervinientes, incluso, para el propio país donde se produce tal operación, lo cual requiere de un marco legal lo menos restrictivo posible a efectos de incentivar el mayor número de tomas de control societario, y teniendo en cuenta los problemas que genera la actual regulación de OPAs antes descritos, se considera necesario efectuar un cambio integral del modelo de OPA obligatoria hacia el modelo de OPA voluntaria, de manera que construyamos un modelo eficiente de regulación de la OPA en el Perú, acorde con la realidad de nuestro país, que beneficie a todos los intervinientes de las operaciones de toma de control de sociedades cotizadas y que permita el desarrollo de nuestro mercado de valores y de la economía en general.
22. Sin perjuicio de ello, teniendo en cuenta la dificultad que existe en el contexto nacional actual para que prospere un cambio integral del modelo de OPA

obligatorio, se propone realizar las modificaciones en la regulación vigente a efectos de dar mayor dinamismo, en lo posible, el mercado de tomas de control corporativo de empresas cotizadas:

- ✓ Eliminar la obligación de contratar a las Entidades Valorizadoras y establecer la figura del “Precio Equitativo” en los términos de las regulaciones europeas, a efectos de eliminar algunos problemas de sobre-costos y de trato diferenciado o desigual.
- ✓ Incorporar el inciso m) del artículo 10° del Actual Reglamento de OPA, derogado, a efectos de reducir sobre-costos.



## BIBLIOGRAFIA

### Libros, Tratados, Compilaciones y Obras Colectivas

- ARATA DELGADO, Carlos  
2011 *CONASEV y Protección al Inversionista: Límites en el rol del Regulador.* En: Compendio de Mercado de Valores. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales.
- ARRANZ, Gregorio  
2007 *Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español. La incorporación de la Directiva 2004/25/CE.* En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José (director) Curso de bolsa y mercados financieros. Instituto Español de Analistas Financieros. Barcelona: Ariel. pp. 388-401.
- ASOCIACIÓN DE EMPRESAS PROMOTORAS DEL MERCADO DE CAPITALES - PROCAPITALES  
2011 *Manual del Mercado de Capitales.* Lima: GHG Publicidad S.A.
- AZOFRA PALENZUELA, Valentín  
1999 *Modelos de determinación de las sociedades objetivo de toma de control empresarial: La evidencia del Reino Unido.* En: La gestión de la diversidad: XIII Congreso Nacional, IX Congreso Hispano Francés. Logroño: Universidad La Rioja.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://dialnet.unirioja.es/servlet/libro?codigo=444>
- BADELL MADRID, Rafael y Nicolás BADELL  
2004 *Régimen Jurídico de las OPA's en Venezuela.* En: XXIX Jornadas J.M. Domínguez Escovar en homenaje a los Dres. José Rafael Mendoza y Manuel Vicente Ledesma. Barquisimeto: Tribuna Jurídica. 116 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.badellgrau.com/files/RegimenJuridicoOPAS.pdf>
- BENEYTO, José María y Rita LARGO (Directores).  
2009 *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)* Barcelona: Bosch.
- BERK, Jonathan y Peter DEMARZO  
2008 *Finanzas Corporativas.* México D.F.: Pearson Educación.
- BERLE, Adolf y Gardiner MEANS  
1932 *The Modern Corporation and Private Property.* New York: Transaction Publishers.
- BESLEY, Scott y Eugene F. BRIGHAM  
2008 *Fundamentos de Administración Financiera.* Décimo Cuarta edición. México D.F.: CENGAGE Learning.

- BONELL, Ramón  
2010 *Manual de OPAS*. Madrid: Difusión Jurídica.
- BREALEY, Richard, Stewart MYERS y Alan MARCUS  
2007 *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. Quinta edición. Madrid: Mc Graw Hill.
- BROSETA PONT, Manuel  
1994 *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Tecnos.
- BROWN, Meredith M., John REYNOLDS III y Kevin DAVIS  
1992 *Regulation of Acquisitions*. En: FARMERY, Peter y Keith WALMSLEY (editores). *United States Securities and Investments Regulation Handbook*. Chapter 6. Londres: Graham & Trotman.
- BULLARD, Alfredo  
2006 *Derecho y Economía: El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda edición. Lima: Palestra.
- CABANELLAS, Guillermo  
2008 *Fusiones y otros actos de concentración societaria. Los grupos de sociedades*. En: *Derecho Societario. Parte General*. Tomo once. Buenos Aires: Heliasta.
- CACHÓN BLANCO, José Enrique  
1999 *200 preguntas sobre los Mercados de Valores*. Madrid: La Ley – Actualidad.
- CLARK, Robert  
1986 *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business.
- DELGADO TEJERO, Margarita  
1992 *Fusiones y adquisiciones negociadas*. En: *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: Mc Graw Hill Interamericana de España.
- DE CARDENAS SMITH, Carlos  
1993 *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*. Madrid: Civitas.
- EASTERBROOK, Frank y Daniel FISCHER  
1996 *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press.
- ECHAIZ MORENO, Daniel  
2005 *Análisis jurídico del “control” en los grupos de sociedades*. En: *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica.

- 2005 *Sociedades. Doctrina, Legislación y jurisprudencia.* Lima: Forum.
- 2009 *Derecho Societario. Un nuevo enfoque jurídico de los temas societarios.* Lima: Gaceta Jurídica.
- ELÍAS LAROZA, Enrique  
 2001 *Derecho Societario Peruano.* Trujillo: Editora Normas Legales.
- ESCUADERO PRADO, María Eugenia y otros  
 2002 *Las Ofertas Públicas de Adquisición.* En: Análisis sectorial del Mercado de Valores. La Coruña: Netbiblo.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis  
 2006 *Cambios de control y obligación de OPA.* En: RODRÍGUEZ ARTIGAS y otros (directores). Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas (Estructura de Gobierno y Mercados). Tomo dos. Madrid: Aranzadi.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier  
 1996 *La OPA obligatoria.* Madrid: Civitas.
- 1999 *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPA's.* Madrid: Civitas.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier y Jaime ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE (directores)  
 2009 *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio.* Madrid: Civitas.
- GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA  
 1953 *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas.* Tomo dos. Madrid: Samaran.
- GAUGHAN, Patrick A.  
 2007 *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings.* Cuarta edición. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis  
 2005 *Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana.* En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- HUNDSKOPT EXEBIO, Oswaldo  
 2008 *El contrato de grup y la concentración empresarial.* En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo tres. Lima: Gaceta Jurídica.
- 2009 *Manual de Derecho Societario.* Lima: Grijley.
- HUNT, Peter A.  
 2007 *Structuring Mergers & Acquisitions. A guide to creating shareholder value.* Tercera edición. Frederick: Aspen Publisher.

- IBAÑEZ JIMENEZ, Javier  
2001 *La contratación en el Mercado de Valores*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales.
- ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO  
2005 *La Fusión y la Escisión en la nueva Ley General de Sociedades: Algunas Aproximaciones*. En: Tratado de Derecho Mercantil, Tomo uno, Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- JRAD, Mohd Hussein Issa  
1997 *Aspectos Económico-Contables en las OPAs*. Valladolid: Universidad de Valladolid, Secretaría de Publicaciones e Intercambio Científico.
- JUSTE MENCÍA, Javier y Andrés RECALDE CASTELLS (coordinadores)  
2010 *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- KINTNER, Earl W.  
1973 *Primer of the Law of Mergers*. New York: Mac Millan Company.
- JIMÉNEZ HERRERA, Federico  
2007 *El proceso de transferencia de paquetes accionarios*. Buenos Aires: Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma.
- KRAAKMAN, Reiner y otros  
2011 *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. Segunda edición. New York: Oxford University Press.
- LARGO GIL, Rita  
2007 *La neutralización de las medidas Anti-OPA preventivas*. Madrid: Thomson Civitas.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan  
2005 *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Cuarta edición. Madrid: Mc Graw Hill Interamericana de España.
- OTERO LASTRES, José Manuel  
1995 *La Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Sociedades Anónimas no cotizadas en Bolsa*. En: Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Valencia: Tirant lo Blanch.
- POLO, Marco  
1996 *Ofertas Públicas de Adquisición*. En: SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José (director). Curso de bolsa y mercados financieros. Instituto Español de Analistas Financieros. Barcelona: Ariel.
- POSNER, Richard  
1998 *El Análisis Económico del Derecho*. México D.F.: Fondo de Cultura Económica.

- POUNDSTONE, William  
1995 *El Dilema del Prisionero*. Madrid: Alianza Editorial.
- RAPPAPORT, Alfred  
2006 *La creación de valor para el accionista*. Barcelona: Deusto.
- ROSELLÓ DE LA PUENTE, Rafael y Fernando OCAMPO VÁSQUEZ  
2005 *La Sindicación de Acciones*. En: Tratado de Derecho Mercantil. Tomo uno. Segunda edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD y Jeffrey JAFFE  
2009 *Finanzas Corporativas*. Octava edición. México D.F.: Mc Graw Hill.
- RUIZ PERIS, Juan Ignacio  
1995 *Significado del control empresarial en el Derecho Español*. En: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Tomo tres. Valencia: Tirant lo Blanch.
- SALA I ANDRES, Anna María  
2000 *Las OPA's obligatorias ordinarias*. Zaragoza: Bosch Editor.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio  
2011 *Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad*. En: Derecho Societario. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal  
1995 *Ofertas Públicas de Adquisición y Defensa de la Competencia*. En: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Tomo tres. Valencia: Tirant lo Blanch.
- 2008 *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Madrid: Thomson Civitas.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando (director)  
1993 *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1.197/1991*. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.
- 2009 *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Madrid: Thomson Civitas.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan  
2006 *Creación de valor, Interés Social y Responsabilidad Social Corporativa*. En: RODRIGUEZ ARTIGAS y otros (Coords.). Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas. Navarra: Editorial Aranzadi, S.A. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/5600/>

- 2010 *El misterio de las OPA's: Realidad, Doctrina y Regulación.* En: GONZÁLES CASTILLA, MARIMON DURÁ y RUIZ PERIS (Coords.). Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo. Valencia: Universidad de Valencia, Servicio de Publicaciones. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/11975/>
- SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo  
2002 *El Mercado de Valores en el Perú.* Segunda edición. Lima: Editorial Cuzco.
- SUDARSANAM, P.S.  
1996 *La Esencia de las Fusiones y Adquisiciones.* México D.F.: Prentice Hall Hispanoamericana.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier  
2000 *Derecho del Mercado de Valores.* Barcelona: J.M. Bosch Editor.
- TOLA NOSIGLIA, José  
1994 *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú: teoría General, aplicación práctica y aspectos especiales.* Lima: Mass Comunicación.
- TORRES MÉNDEZ, Miguel  
2012 *La contratación del Mercado de Valores. Parte General.* Lima: Grijley.
- URÍA & MENÉNDEZ  
2007 *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores.* Madrid: Uría & Menéndez Abogados.
- URÍA, Rodrigo, Aurelio MENÉNDEZ y Manuel OLIVENCIA (Directores)  
2008 *Fusión de Sociedades.* En: Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Tomo nueve, volumen 2. Madrid: Civitas.
- VELARDE SAFFER, Luis Miguel y Daniel GONZALES LA ROSA  
2011 *Los convenios de accionistas y la aplicación del artículo 1365° del Código Civil.* En: Derecho Societario. Lima: Ius et Veritas – Ediciones Legales.
- VICENT CHULIÁ, Francisco  
1990 *Compendio Crítico de Derecho Mercantil.* Tercera edición. Barcelona: José M. Bosch, Editor.
- 2008 *Introducción al Derecho Mercantil.* Vigésimo primera edición. Valencia: Tirant lo Blanch.
- VIDAL RAMIREZ, Fernando  
1988 *La Bolsa en el Perú.* Lima: Cultural Cuzco.

- VIVES RUIZ, Fernando  
2008 *Las operaciones de "Public to Private" en el derecho de OPAS español.* Madrid: Thomson Civitas.
- WESTON, Fred, Kwang S. CHUNG y Susan E. HOAG  
1990 *Mergers, Restructuring and Corporate Control.* New Jersey: Prentice Hall International Editions.
- YBAÑEZ RUBIO, Javier  
2001 *Régimen Legal Español de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA).* En: ZUNZUNEGUI, Fernando (Coord.). *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil.* Madrid: Editorial Constitución y Leyes, Colex.
- ZUNZUNEGUI, Fernando  
1997 *Derecho del Mercado Financiero.* Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A.
- ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime  
1971 *Consideraciones sobre la nueva reglamentación francesa de las ofertas públicas de compra y cambio de acciones.* En: ... (director) *Estudios Jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues.* Tomo tres. Madrid: Tecnos. pp. 509-525.

### Publicaciones, Documentos de Trabajo y Artículos en Revistas

- ABRAMOVICH ACKERMAN, Daniel  
2000 *Una aproximación práctica a los convenios de accionistas en la sociedad anónima.* En: *Ius et Veritas* 20. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 149-157.
- ADRIANZÉN, Augusto  
2000 *Protección de los accionistas minoritarios en las sociedades anónimas abiertas.* En: *Themis* 41. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 271-277.
- ALIAGA FARFÁN, Jeanette y Fiorella TORRES TEJADA  
2004 *Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios.* En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 39-54.
- ANDREWS, William  
1965 *The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares.* En: *Harvard Law Review*, volumen 78, pp..  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1339116.pdf?acceptTC=true>

- ANSELIN ÁVILA, Ericka y Javier DE LA CHICA DÍAZ  
2005 *Ofertas Públicas de Adquisición: Un análisis de cinco OPAS en España.*  
55 pp.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.gestiopolis.com/recursos5/docs/fin/oferpubli.pdf>
- APARICIO ROQUEIRO, Carlos L.  
2007 *Regulación de las OPA: Teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas.* Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV, Monografía N° 20, 71 pp.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
[http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007\\_20.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf)
- ARATA DELGADO, Carlos  
2004 *Disertaciones Adicionales en torno a las adquisiciones involuntarias, las Ofertas Públicas de Adquisición y el cómputo del capital social: una crítica sana.* En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 56-67.
- ARMOUR, John y David A. SKEEL Jr.  
2007 *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation.* En: *Regulation*, volumen 30, N° 3. pp. 50-59.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1025986##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1025986##)
- ARMOUR, John, Henry HANSMANN y Reinier KRAAKMAN  
2009 *The Essential Elements of Corporate Law.* Yale Law, Economics & Public Policy. Research Paper N° 387. 32 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1436551](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436551)
- ARRUÑADA, Benito  
*Crítica a la regulación de OPA's.* En: *Revista de Derecho Mercantil* N° 203/204. Madrid. pp. 29-67.
- BAIXAULI SOLER, Juan Samuel  
2004 El Problema del *Free-Rider* en las tomas de control y la Regulación de las OPAS. En: *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, volumen 10, N° 2. pp. 141-158.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v10/102141.pdf>
- BARBOZA BERAUN, Sergio.  
1999 *Reorganización corporativa en las empresas del sistema financiero: las fusiones.* En: *Ius et Veritas* 19. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho, p. 133

- BEBCHUK, Lucian  
1982 *The case for facilitating competing Tender Offers: A reply and extension.* En: Stanford Law Review, volumen 35, N° 1. pp. 23-50.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/1228379>
- 1999 *Efficient and Inefficient sales of Corporate Control.* En: Quarterly Journal of Economics N° 109. pp. 957-992.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/qje.94.pdf>
- BEBCHUK, Lucian y Allen FERRELL  
1999 *Federalism and Takeover Law: The race to protect Managers from Takeovers.* En: Columbia Law Review N° 99. pp. 1168-1199.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Ferrell.CLR.Federalism.pdf>
- 2000 *A new approach to Takeover Law and Regulatory Competition.* Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 309. 60 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/309.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/309.pdf)
- 2003 *On Takeover Law and Regulatory Competition.* Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 363. 27 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/363\\_bebchuk.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/363_bebchuk.php)
- BEBCHUK, Lucian y Oliver HART  
2001 *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control.* Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 336. 39 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/336\\_bebchuk\\_hart.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/336_bebchuk_hart.php)
- BEBCHUK, Lucian y Mark ROE  
2003 *Una teoría sobre dependencia en caminos de propiedad y gobierno corporativo.* En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 47-75.
- BECHT, Marco  
2003 *Reciprocity in Takeovers.* European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 14/2003. 29 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=463003>

- BERLE, Adolph  
1958 *Control in Corporate Law*. En: 58 Columbia Law Review, p. 1212 y ss.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1119961.pdf>
- 1965 *The Price of Power: Sale of Corporate Control*. En: 50 Cornell Law Quaterly, p. 628 y ss.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.
- BURKART, Mike, Denis GROMB y Fausto PANUNZI  
1998 *Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders*. En: The Journal of Political Economy, volumen 106, N° 101. pp. 172-204.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/10.1086/250006>
- CALKOEN, Willem, Paula VAN DER STELT y Joost DEN ENGELSMAN  
2008 *The Netherlands. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association - IBA. 16 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/TakeoverGuides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx)
- CARRIÓN ALVAREZ-CALDERÓN, Diego y Mirella MIRANDA  
2006 *¿Innovando el sistema de tomas de control en el mercado de capitales peruano? A propósito del nuevo Reglamento de OPA en el Perú*. En: *Ius et veritas* 32. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 178-192.
- CASTRO CASAL, Carmen y Edelmira NEIRA FONTELA  
2002 *Enfoques explicativos de las fusiones y adquisiciones*. En: ICADE, Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, N° 56. pp. 151-176.
- CLARKE DE LA CERDA, Álvaro  
2000 *Tender Offers, Takeovers and Corporate Governance*. The Latin American Corporate Governance Roundtable, The Sao Paulo Stock Exchange, Brasil / OECD Global Corporate Governance Forum. Sao Paulo. 9 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.oecd.org/dataoecd/56/59/1922420.pdf>
- CLARKE DE LA CERDA, Álvaro y Carlos BARSALLO  
2008 *Factores de Reforma en Gobierno Corporativo: Experiencias en Ofertas Públicas de Adquisición en Chile y Panamá*. Global Corporate Governance Forum, Focus 6 / IFC – The International Finance Corporation. Washington D.C. 70 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus6spanish/\\$FILE/Focus+6.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus6spanish/$FILE/Focus+6.pdf)

- COASE, Ronald  
1960 *The Problem of the Social Cost*. En: The journal of Law and Economics, volumen 3. p. 1-44.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/724810.pdf>
- COATES IV, John C.  
2003 *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations be?*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 450. 28 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/450\\_coates.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/450_coates.php)
- 2010 *The Powerful and Pervasive Effects of Ownership on M&A*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 669. 40 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/669\\_Coates.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/669_Coates.php)
- COFEE Jr., John C.  
2010 *Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension between 'Lumpers' and 'Splitters'*. The Center for Law and Economics Studies - Columbia Law School (Working Paper N° 363) & European Corporate Governance Institute – ECGI (Law Working Paper N° 144/2010). 69 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1532922](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532922)
- CRISTAUDI, Andrea  
2008 *Italy. Takeover Guide*. Serie "Takeover Guides" de la International Bar Association - IBA. 19 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/TakeoverGuides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx)
- DAUNER LIEB, Barbara y Marco LAMANDINI  
2002 *Nueva propuesta de Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición y el establecimiento de unas reglas de juego uniformes. Con particular referencia a las recomendaciones formuladas por el Grupo de expertos de alto nivel sobre Derecho de Sociedades creado por la Comisión Europea*. Dirección General de Estudios, Parlamento Europeo. Documento de Trabajo. Luxemburgo. 73 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20030122/484532ES.pdf>

- DAVIES, Paul, Edmund-Philipp SCHUSTER y Emilie VAN DE WALLE DE GHELCKE  
2010 *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?*. European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 141/2010. 56 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=1554616>
- DEMSETZ, Harold
- 1995 *Control empresarial, riqueza y desarrollo económico*. En: Revista de Estudios Públicos, volumen 58. Santiago: Centro de Estudios Públicos, pp. 197- 226.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
[http://www.google.com.pe/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&sqj=2&ved=0CGQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.cepchile.cl%2Fdocs%2Farchivo\\_1356\\_652%2Frev58\\_demsetz.pdf&ei=CaCuT6CYOJDVgAf-7oG0CQ&usq=AFQjCNHk5wgQHeuvHJm-edfyTvW6Tr37CA](http://www.google.com.pe/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&sqj=2&ved=0CGQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.cepchile.cl%2Fdocs%2Farchivo_1356_652%2Frev58_demsetz.pdf&ei=CaCuT6CYOJDVgAf-7oG0CQ&usq=AFQjCNHk5wgQHeuvHJm-edfyTvW6Tr37CA)
- DIEZ ESTELLA, Fernando  
S/F *El Régimen Jurídico de las OPAs*. Tema 13.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
[http://www.fernandodiezestella.com/derecho\\_mercantil/Tema\\_13.pdf](http://www.fernandodiezestella.com/derecho_mercantil/Tema_13.pdf)
- DE CARDENAS SMITH, Carlos  
2009 *Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control*. En: Revista de Derecho del Mercado de Valores (03 de noviembre) y Página web de Uría & Menéndez Abogados. Madrid. 30 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.uria.com/docs/079ccs.pdf>
- DJEHANE, Youseff  
2008 *France. Takeover Guide*. Serie “Takeover Guides” de la International Bar Association - IBA. 13 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/TakeoverGuides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx)
- DRAGHI, Mario y Robert POZEN  
2003 *US-EU Regulation Convergence: Capital Markets Issues*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 444. 16 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/444\\_pozen.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/444_pozen.php)
- FAMA, Eugene F.  
1970 *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*. En: Journal of Finance, volumen 25, pp. 383-417.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2325486.pdf>

- 1980 *Agency Problems and the theory of the firm*. En: Journal of Political Economy, volumen 88. pp. 288-307.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1837292.pdf?acceptTC=true>
- FAMA, Eugene F. y Michael C. JENSEN  
1983 *Separation of Ownership and control*. En: Journal of Law and Economics, volumen 26, N° 2. Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (junio), pp. 301-325.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/725104>
- 1983 *Agency Problems and residual claims*. En: Journal of Law and Economics, volumen 26, N° 2. Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (junio), pp. 327-349.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/725105.pdf>
- FERNÁNDEZ ARMESTO, Juan  
1998 *Las OPA's y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia*. En: Revista de Derecho Mercantil N° 227. Enero-marzo. Madrid. pp. 37-50.
- FERRARINI, Guido y Geoffrey P. MILLER  
2010 *A simple theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*. NYU Center for Law, Economics and Organization (Law & Economics Research Paper N° 09-42) & European Corporate Governance Institute – ECGI (Law Working Paper N° 139/2010). 43 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=1497083>
- FERRELL, Allen  
2003 *Why Continental European Takeover Law matters*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Discussion Paper N° 454. 16 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/454\\_ferrell.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/454_ferrell.php)
- FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN, Guillermo  
2003 *Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú*. En: Advocatus 9. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 317-328.
- FORSYTH SOLARI, Albert  
2011 *Adquisiciones de empresas y activos de negocios: Un enfoque práctico*. En: Themis 59. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 121-135.
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER  
2003 *Reflexiones sobre la reforma del régimen de OPAs*. Boletín Abril. Madrid. 19 pp.

- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier  
2007 *Modificación de la normativa de OPA's en España*. Boletín Clifford Chance. Abril. Madrid. 18 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2010/07/modificacion\\_de\\_lanormativadeopasenepana.html](http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2010/07/modificacion_de_lanormativadeopasenepana.html)
- GEORGEN, Marc, Marina MARTYNOVA y Luc RENNEBOOG  
2005 *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation*. European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 33/2005. 34 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=709023>
- GONZÁLEZ-ESPEJO GARCÍA, Pablo y Marco ZAMBRINI  
2003 *Una aproximación al Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en Brasil*. En: Actualidad Jurídica Uría & Menéndez N° 4. Enero-Abril. pp. 73-85.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.uria.com/es/publicaciones/listado-revistas/4/numero4.html>
- GUARNIZ IZQUIERDO, Reynaldo Antonio  
2010 *Tres versiones de la Oferta Pública de Adquisición*. En: *Ius et Veritas* 41. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 170-184.
- GUERRERO TREVIJANO, Cristina  
2010 *La Business Judgment Rule en los procesos de M&A*. Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 32 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/11914/>
- GUEVARA BRINGAS, Ricardo  
2004 *El impacto de las Ofertas Públicas de Adquisición en la eficiencia de las sociedades*. En: *Advocatus* 11. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 253-275.
- HANSMANN, Henry  
1988 *Ownership of the firm*. En: *Journal of Law, Economics, and Organization* N° 4. pp. 281-313.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Hansmannownershipofthefirm.pdf>
- HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis  
1997 *Reorganización de sociedades: fusión y escisión*. En: *Ius et Veritas* 14. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 27-36.

- HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y Alfredo FILOMENO  
2002 *Las adquisiciones involuntarias y las ofertas públicas de adquisición.* En: *Ius et Veritas* 25. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 168-182.
- HILL, Jennifer G.  
2010 *Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance.* European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 168/2010. 22 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=1704745>
- HINDLEY, Brian  
1970 *Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation.* En: *Journal of Law and Economics*, volumen 13, N° 1. pp. 185-221.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/724842>
- IOSCO - ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES  
1998 *Objetivos y Principios para la regulación de los Mercados de Valores.* Septiembre, 51 pp.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>
- JENSEN, Michael C.  
1988 *Takeovers: Their Causes and Consequences.* En: *The Journal of Economic Perspectives*, volume 2, N° 1. pp. 21-48.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/1942738>
- JENSEN, Michael C. y William MECKLING  
1976 *Theory of the Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure.* En: *Journal of Financial Economics*, volume 3, N° 4. pp. 305-360.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)
- JIMÉNEZ CHOCANO, José A.  
2004 *Una posible explicación sobre la concentración de la propiedad accionaria en las empresas peruanas.* En: *Ius et Veritas* 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 76-98.
- KORSCH, Hans Stefan y Maximilian KOCH  
2008 *Germany. Takeover Guide.* Serie “Takeover Guides” de la International Bar Association - IBA. 15 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/TakeoverGuides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx)

- LA PORTA, Rafael, Florencio LÓPEZ DE SILANES y Andrei SHLEIFER  
1999 *Corporate Ownership around the world*. En: The Journal of Finance, volumen 54, N° 2. pp. 471-517.  
Consulta: 13 de junio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/2697717>
- LEFORT, Fernando  
2005 *Ownership structure and Corporate Governance in Latin America*. En: Avante, volumen 8, N° 1. pp. 55-84.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.eauc.cl/publicaciones/wp-content/uploads/2008/04/abante\\_lamerica\\_fl.pdf](http://www.eauc.cl/publicaciones/wp-content/uploads/2008/04/abante_lamerica_fl.pdf)
- LENGUA PEÑA, Rafael  
2004 *La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas*. En: Ius et Veritas 28. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 313-339.
- 2008 *Gobierno Corporativo: Un enfoque económico sobre los mecanismos de control existentes para asegurar el manejo eficiente de las sociedades cotizadas*. En: Revista Peruana de Derecho de la Empresa N° 64. pp. 193-221.
- LOZANO GARCÍA, María Belén  
2007 *El Mercado de Control Empresarial: Una doble perspectiva*. En: Revista Estudos do ISCA (III Serie), volumen 2, Instituto Superior de Contabilidade e Administracao, Universidade de Aveiro.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://revistas.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/download/565/514>
- MANNE, Henry G.  
1965 *Mergers and the Market for Corporate Control*. En: The Journal of Political Economy, volumen 73, N° 2. pp. 110-120.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28196504%2973%3A2%3C110%3AMATMFC%3E2.0.CO%3B2-3>
- MARTÍNEZ, Juan José  
2003 *Apuntes sobre el Rol del Derecho frente al Problema de Agencia en las Organizaciones*. En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 279-286.

- MEGÍAS LÓPEZ, Javier  
2010 *Fusiones y Adquisiciones y Consejeros Independientes. El papel del Comité Especial para Fusiones y Adquisiciones.* Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 33 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/11547/>
- MICUCCI, Leonardo A.  
2011 *Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Capitales Argentino: Nociones Básicas en torno a su Regulación Legal.* En: Revista Argentina de Derecho Empresario. Abril.  
Consulta: 17 de junio de 2011.  
<http://ijeditores.com.ar/articulos.php?idarticulo=42159&print=2>
- MÜLBERT, Peter O.  
2003 *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?* European Corporate Governance Institute – ECGI. Law Working Paper N° 13/2003. 25 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://ssrn.com/abstract=441120>
- NENOVA, Tatiana  
2006 *Takeover Laws and Financial Development.* World Bank Policy Research. Working Paper N° 4029, October, 52 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=935491](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=935491)
- NOYA DE LA PIEDRA, Ismael y Yazmin FARAH MANZUR  
2008 *Las interrogantes que nos deja el Reglamento de Oferta Pública de Adquisiciones y Compra de Valores por Exclusión en un escenario de adquisición directa de participación significativa.* En: *Advocatus* 19. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 219-222.
- PALACÍN, María José  
1999 *El atrincheramiento de los directivos (ii): el mercado de control corporativo.*  
En: *Análisis Financiero* 77, primer cuatrimestre. pp 34-41.  
Consulta: 17 de junio de 2011.  
<http://personal.us.es/marpalsan/ArticAfro2.pdf>
- 2004 *Las Ofertas Públicas de Adquisición en España (1991-2002).* En: Revista de Bolsa de Madrid N° 127.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://personal.us.es/marpalsan/OPASBOLSADEMADRID.pdf>

- PAYET PUCCIO, José Antonio  
2001 *OPA's hostiles y medidas de protección.* En: *Ius et Veritas* 23. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 107-127.
- 2003 *Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. Reflexiones sobre la Protección de las Minorías.* En: *Themis* 46. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 77-103.
- 2011 *El Mercado de Valores y la Protección de los Inversionistas.* En: *Compendio de Mercado de Valores.* Lima: *Ius et Veritas – Ediciones Legales.* pp. 543-564.
- PAZ-ARES, Cándido  
2002 *La ley, el mercado y el gobierno de las sociedades.* En: *Ius et Veritas* 24. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 139-148.
- 2003 *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo.* En: *Ius et Veritas* 27. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 202-246.
- 2003 *El enforcement de los pactos parasociales.* En: *Actualidad Jurídica Uriá & Menéndez* N° 5. Mayo-agosto. pp. 19-43.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03Candido.pdf?id=2012>
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco  
2001 *Nuevas regulaciones en las Tomas de Control y Oferta Pública de Adquisición de Acciones.* En: *Revista Chilena de Derecho*, volumen 28, N° 1. pp. 113-141.  
Consulta: 17 de junio de 2011.  
[http://www.pfeffer.cl/publicaciones/doc/nuevas\\_%20reg\\_%20tomas\\_%20control.pdf?PHPSESSID=296d96c729603584c8399a5186447d21](http://www.pfeffer.cl/publicaciones/doc/nuevas_%20reg_%20tomas_%20control.pdf?PHPSESSID=296d96c729603584c8399a5186447d21)
- PICASSO SALINAS, Rafael y Alonso MIRANDA  
2003 *La adquisición indirecta de sociedades: una revisión del artículo 31° del Reglamento de OPA, a la luz de los principios que rigen el mercado de valores.* En: *Advocatus* 9. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 329-352.
- POSTIGO BAZÁN, Ricardo  
2002 *Mejorando el Gobierno Corporativo: OPA's, Mercado de Control y Mercado de Valores en el Perú.* En: *Ius et Veritas* 24. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 149-171.

- REBAZA TORRES, Alberto  
2005 *¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos.* En: Themis 40. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 97-107.
- REYES PALÁ LAGUNA  
2001 *Versión en Español del Código de la "City" Londinense en materia de Ofertas Públicas de Adquisición (The City Code on Takeovers and Mergers de 12 de julio de 2000).* En: Revista de Derecho de Sociedades N° 17. pp. 465-488.
- RICO CARRILLO, Mariliana  
2006 *El control jurídico de las OPA's: La legislación española frente a la Directiva 2004/25/CE.* En: Foro Jurídico 6. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 129-139.
- RODRÍGUEZ SASTRE, Antonio  
1975 *La Oferta Pública de Adquisición de Valores (OPA).* En: Revista Española de Financiación y Contabilidad, volumen 4, N° 11. pp. 19-96.
- ROJAS LARA, Julio Andrés y Guillermo OVIEDO  
2000 *Régimen jurídico de la oferta pública de adquisición de empresas.* En: Ius et Veritas 20. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 170-180.
- ROMANO, Roberta  
1992 *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation.* En: Yale Journal of Regulation. pp. 119-180.  
Consulta. 09 de marzo de 2011.  
[http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2991&context=fss\\_papers](http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2991&context=fss_papers)
- 2003 *Una guía para tomas de control: Teoría, Evidencia y Regulación.* En: Themis 46. Revista editada por los alumnos. Traducción de Alejandro Manayalle Chirinos (título original: A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation). Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 119-164.
- SALINAS RIVAS, Sergio  
2000 *La regulación del mercado público de adquisición de control societario: el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú.* En: Themis 40. Revista editada por los alumnos. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 87-100.
- SANCHEZ CALERO, Fernando  
2007 *Líneas Generales del Nuevo Régimen sobre las OPA's.* En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 106, abril-junio. pp. 9-40.

- SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan  
2006 *La armonización disgregante: La Directiva de OPA's y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas*. Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 61 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/5624/>
- SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan y Alberto Javier TAPIA HERMIDA  
2002 *Las OPA's en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)*. Documento de Trabajo N° 6434 publicado por el Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 43 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/6434/>
- SCHERER, F.M.  
1988 *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*. En: *The Journal of Economic Perspectives*, volumen 2, N° 2. pp. 69-82.  
Consulta: 04 de julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/1942740>
- SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY  
1986 *Large Shareholders and Corporate Control*. En: *The Journal of Political Economy*, volumen 94, N° 3. pp. 461-488.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.jstor.org/stable/1833044>
- SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA  
2006 *Acciones - Oferta Pública de Valores*. En: *Boletín Jurídico* N° 3, Mayo-Junio.  
Consulta: 04 de Julio de 2011.  
<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin0306/accionesconcep.html>
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier  
2007 *Métodos de concentración transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPA's y otros métodos alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE*. Documento de Trabajo N° 6115 publicado por el Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 32 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/6115/>
- 2008 *El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España*. Documento de Trabajo N° 7900 publicado por el Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de

Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 58 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/7900/>

- 2010 *Las Sociedades Cotizadas: Noción y Estatuto Jurídico*. Documento de Trabajo no publicado, Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid. Depositado en el archivo institucional *EPrintis Complutense*. 27 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://eprints.ucm.es/9896/>

TORRES, Narghis

- 2004 *¿El fin justifica los medios? Las OPAs hostiles y su regulación*. En: *Advocatus* 5. Revista editada por los alumnos. Lima: Universidad de Lima, Facultad de Derecho. pp. 221-226.

UCCELLINI, Anthony

- 2007 *The effect of disclosure regulation on M&A activity: Evidence from the Over-The-Counter Market*. Jhon M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Cambridge: Harvard Law School. Fellows Discussion Paper N° 10. 31 pp.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/fellows\\_papers/10\\_Uccellini.php](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/10_Uccellini.php)

UNCTAD - UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT

- 2000 *Informe de la reunión de expertos en fusiones y adquisiciones: Políticas destinadas a acrecentar al máximo los efectos positivos de las inversiones internacionales y a reducir al mínimo sus posibles efectos negativos*. Ginebra: Naciones Unidas.

VALDERRAMA, Mario

- 2010 *Control como causal de una Oferta Pública de Adquisición de acciones obligatoria y su regulación en Chile*. En: *Derecho y Humanidades*, N° 16, volumen 2, pp. 203-224.  
Consulta: 09 de marzo de 2011.  
<http://www.revistas.uchile.cl/index.php/RDH/article/viewFile/17044/17766>

### Tesis y/o Tesinas

AGUIRRE SÁNCHEZ, María del Pilar

- 2007 *La toma de control de las sociedades en los mecanismos del Mercado de Valores*. Tesis para optar el grado de Magíster en Derecho con mención de Derecho Financiero, Bursátil y de Seguros. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar (Sede Ecuador)  
Consulta: 17 de junio de 2011.  
<http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/1110/1/T0560-MDE-Aguirre-%20La%20toma%20de%20control%20de%20las%20sociedades%20en%20los%20mecanismos.pdf>

MONTEALEGRE CORTÉS, Johanna  
2011 *La compra de valores a través de la OPA obligatoria.* Tesis para optar el grado de Licenciado en Derecho. San José: Facultad de de Derecho, Universidad de Costa Rica.  
Consulta: 11 de enero de 2012.  
[www.iiij.ucr.ac.cr/download/file/fid/480](http://www.iiij.ucr.ac.cr/download/file/fid/480)

TARAN, Nataliya  
2009 *Mandatory Bid Rule. Problems and effects of its implementation.* Tesis para optar el Master's Programme in European Business Law. Lund: Facultad de Derecho, Lund University, Suecia.  
Consulta: 11 de enero de 2012.  
<http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1555449&fileId=1563662>

### Materiales de Enseñanza

INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES – IEB  
2010 *Curso de Especialización en Banca y Finanzas.* Materiales de enseñanza. Madrid.

LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo  
2007 *Finanzas Corporativas.* Materiales de Lectura para la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima, ciclo 2007-I. Lima.

SALINAS RIVAS, Sergio  
2006 *Fusiones y Adquisiciones* [diapositivas]. Materiales de enseñanza para la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima.

### Bibliografía Metodológica

CARNEIRO, Miguel y otros  
2009 *Guía PUCP para el registro y el citado de fuentes documentales.* Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Dirección de Asuntos Académicos.

DE LA PUENTE CANDAMO, José Agustín  
1945 *El método inductivo y la interpretación legal.* En: Derecho PUCP N° 4. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho. pp. 292-297.

ECO, Umberto  
2001 *Cómo se hace una tesis: técnicas y procedimientos de investigación, procedimiento y escritura.* Barcelona: Gedisa.

PEÑA JUMPA, Antonio (coordinador)

2001 *Introducción a la Metodología de la Investigación Jurídica*. Selección de Textos (Material de Enseñanza). Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Facultad de Derecho.

VARGAS, Luis (coordinador)

2001 *Redacción y Argumentación*. Material de Enseñanza. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Estudios Generales Letras.



## ANEXO 1

## RESUMEN DE OPAS Y COMENTARIOS (2006-2014)

## AÑO 2006

1. OPA Scotiabank Perú S.A.A.
  - a) Oferente: The Bank of Nova Scotia
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (local)
  - c) Por 8,376'181,530 acciones (18.9524%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 0.0541) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 0.044)
  - e) Precio OPA: S/. 0.0541
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) Sobre costo para adquirente
  - h) Entidad Valorizadora: Consultoría A
  
2. OPA AFP Unión Vida S.A.
  - a) Oferente: Prima AFP S.A.
  - b) OPA posterior total (remanente de 0.0296% que no fueron materia de la operación que dio origen a la obligación), Adquisición Directa (local)
  - c) Por 8,476 acciones (0.0296%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 17.00) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 16.04)
  - e) Precio OPA: S/. 16.04
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) No hubo Informe de Valorización previo a la OPA (Excepción)
  - h) Posteriormente se pagó diferencia
  - i) La lógica del adquirente fue pagar lo mismo que se pagó por la toma de control. Queda claro que se ha pagado más y por tanto hay desigualdad. Debió quedarse en el precio de la operación que generó la operación. Eso debería ser para todas las OPAs (Modificación ROPA que regule el denominado "Precio Equitativo" según Directiva Europea)
  - j) Sobre costo para adquirente
  - k) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A. (elección posterior, febrero 2007)
  - l) Valorizadora cobró S/. 66,000 inc. IGV
  
3. OPA Austral Group S.A.A.
  - a) Oferente: Dordogne Holding Inc.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (local)
  - c) Por 194'910,592 acciones (11.86%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 0.1995) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 0.2673)
  - e) Precio OPA: S/. 0.2673
  - f) Tratamiento Iguatario pues se pagó igual que los que vendieron

- g) No tiene mucha lógica haber efectuado una valorización, se hubiese pagado el precio de adquisición
  - h) Total adquirido: 17'601,195 acciones
  - i) Entidad Valorizadora: Deloitte & Touche
4. OPA Backus S.A.A. [Replica para las siguientes OPAs: Cervesur, San Juan, Industrias del Envase, Vidrios Planos, Inmobiliaria Pariachi]
- a) Oferente: Racetrack Peru LLC
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (Cross border)
  - c) Por 180,547 Acciones Comunes Clase A
  - d) Se adquirió de forma indirecta el 99.66% pues había un controlador, la OPA termina siendo residual.
  - e) Por lo complicado que sería determinar de forma independiente el valor implícito de la contraprestación pagada por la adquisición de Backus derivado de la operación que dio origen a la obligación de formular una OPA, el regulador solicitó 2 Informes de Valorización
  - f) Se determinaron diferentes valores:
    - Enfoca: Valor Flujo de Caja (S/. 92.41) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 82.99) - Cobró: S/. 386,750
    - Interinvest: Valor Flujo de Caja (S/. 85.23) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 99.71) – Cobró: S/. 265,000
  - g) Precio OPA: S/. 99.71
  - h) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
  - i) No obstante, existe gran diferencia entre ambas valorizaciones y ello genera desconfianza al inversionista.
  - j) Aplicando una valorización hubiera existido desigualdad y en la otra no.
  - k) Total adquirido: 19,163 acciones

## AÑO 2007

1. OPA Compañía Minera Poderosa S.A.
- a) Oferente: Corporación Minera San Manuel S.A.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 26'440,562 acciones (25% del total de acciones)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 4.12) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 4.22)
  - e) Precio OPA: S/. 4.22
  - f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
  - g) Entidad Valorizadora: Enfoca
  - h) Valorizadora cobró: S/. 45,000 inc. IGV
2. OPA SiderPerú S.A.A
- a) Oferente: Gerdau S.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 97'954,855 acciones (16,724%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 1.38) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 0.40)
  - e) Precio OPA: S/. 1.38
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA

- g) La OPA fue declarada desierta por falta de postores, por lo que fue un gasto innecesario
  - h) Sobre costo para adquirente
  - i) Excesiva diferencia de precios
  - j) Entidad Valorizadora: Maximice Consult S.A.
  - k) Valorizadora cobró: S/. 46,000 inc. IGV
3. OPA Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.
- a) Oferente: Minera Phelps Dodge del Perú S.A.C., subsidiaria de Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (Cross border)
  - a) Por 87'069,432 (24.873%)
  - b) Valor Flujo de Caja (US\$ 8.00) menor que valor derivado de la operación inicial (US\$ 14.40)
  - c) Precio OPA: US\$ 14.40
  - d) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
  - e) Los otros 2 controladores (21% y 18.5%) mandaron cartas indicando que no venderían pues existe un pacto de accionistas que se los prohíbe. Sólo podrían comprar el restante 6.937% (*free float*)
  - f) La OPA fue declarada desierta por falta de postores, por lo que fue un gasto innecesario
  - g) Entidad Valorizadora: Enfoca
  - h) Valorizadora cobró: S/. 65,000 inc. IGV
4. OPA Caja Rural de Ahorro y Crédito de la Región San Martín S.A.A.
- a) Oferente: Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Piura S.A.C.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 867,221 acciones (24.8274%)
  - d) Se exceptuó de contratar Valorizadora
  - e) Precio OPA: S/. 2.8333
  - f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
5. OPA Empresa Agrícola Sintuco S.A.
- a) Oferente: Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 831,286 acciones (24.03%)
  - d) Valor Liquidación (S/. 6.34) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 3.86)
  - e) Precio OPA: S/. 6.34
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) La OPA fue declarada desierta por falta de postores, por lo que fue un gasto innecesario
  - h) Sobre costo para adquirente
  - i) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
  - j) Valorizadora cobró: S/. 57,500 inc. IGV
6. OPA Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.
- a) Oferente: Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 5'158,637 acciones (24.95%)

- d) Valor Flujo de Caja (S/. 22.10) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 25.90)
- e) Precio OPA: S/. 25.92
- f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
- g) Total adquirido: 2'826,447 acciones
- h) Entidad Valorizadora: Enfoca S.A.C.
- i) Valorizadora cobro: S/. 90,000 inc. IGV

## AÑO 2008

1. OPA Caja Rural de Ahorro y Crédito Del Sur S.A.A.
  - a) Oferente: Fundación BBVA para las Microfinanzas
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 128,849 acciones (100%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 127.83) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 141.41)
  - e) Precio OPA: S/. 141.41
  - f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
  - g) Total adquirido: 94,857 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: Maximixe Consult S.A.
2. OPA Inversiones Pacasmayo S.A.
  - a) Oferente: FARRAGUT HOLDINGS, INC
  - b) OPA previa parcial
  - c) Por 5'457,817 acciones Clase A (2.8978%) y 89'430,985 acciones Clase B (47.4821%)
  - d) Precio OPA: US\$ 0.87971224
  - e) Total a adquirir: 55.3799% del capital social (aprox. 95'000,000)
  - f) No hay una correcta distribución de la prima de control
  - g) Total adquirido: 55'661,238 acciones Clase B
  - h) Entidad Valorizadora: No aplica
3. OPA Compañía Minera Milpo S.A.A.
  - a) Oferente: Votorantim Metais Investimentos Ltda.
  - b) OPA previa parcial
  - c) Por 147'151,328 (20.93%)
  - d) Precio OPA: US\$ 3.33
  - e) Total a adquirir: 20.93% del capital social (aprox. 147'000,000)
  - f) No hay una correcta distribución de la prima de control
  - g) Total adquirido: 1'016,654 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: No aplica
4. OPA Luz del Sur S.A.A.
  - a) Oferente: Peruvian Opportunity Company S.A.C. (Subsidiaria de AEI Southern Cone Holdings Ltd)
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (local)
  - c) Por 114'628,353 acciones (23.54%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 4.14) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 4.76)
  - e) Precio OPA: S/. 4.76
  - f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron

- g) Total adquirido: 272,805 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
  - i) Valorizadora cobró: S/. 120,000 inc. IGV
5. OPA Mapfre Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. (antes, "Latina Seguros y Reaseguros S.A.")
- a) Oferente: Mapfre América S.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 967,280 acciones (1.02%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 1.18) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 2.00)
  - e) Precio OPA: S/. 0.68 por ajustes varios del precio de S/. 2.00 (tiempo transcurrido, cambio en el número de acciones, cambio de valor nominal)
  - f) Hubo una posterior reorganización simple y fusión.
  - g) Hay realmente Tratamiento Igualitario con el pago que finalmente se hizo? pues no se pagó exactamente igual que los que vendieron
  - h) Total adquirido: 83,364 acciones
  - i) Sobre costo para adquirente
  - j) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
6. OPA Scotiabank Peru S.A.A.
- a) Oferente: Scotia Peru Holdings S.A.
  - b) OPA previa total
  - c) Por 10'596,606 acciones (22.2872%)
  - d) Precio OPA: US\$ 21.7994571
  - e) Total a adquirir: 22.2872% del capital social (aprox. 10'596,606)
  - f) No hay una correcta distribución de la prima de control
  - g) Total adquirido: 9'473,196 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: No aplica
7. OPA Edegel S.A.A.
- a) Oferente: Generalima S.A.C.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (Cross border)
  - c) Se derivó de la OPA Endesa formulada por Acciona S.A y Enel SpA en España el año 2007.
  - d) Involucró un conglomerado de diversas empresas eléctricas con amplia presencia internacional y en mercados geográficos con diferentes características, estructuras, perfiles de riesgo y regulación: Endesa está conformada por un grupo de empresas que operan en 13 países en Europa y Latinoamérica
  - e) Endesa estaba conformada por empresas con actividades en distintos segmentos de la industria eléctrica, sobre todo en generación y distribución. Para el caso de generación, comprendía un portafolio diversificado de tecnología: térmica, hidráulica, nuclear, etc.
  - f) Operación multimillonaria: € 42,519 Millones; € 40.16 por acción de Endesa
  - g) Valor Edegel: S/. 4,205 Millones
  - a) Por 545'339,526 acciones (23,7759%)
  - b) Por lo complicado que sería determinar de forma independiente el valor implícito de la contraprestación pagada por la adquisición de Edegel derivado de la operación que dio origen a la obligación de formular una OPA, el regulador

solicitó 2 Informes de Valorización. Edegel solicitó que fuera 1 para reducir costos (cobró S/. 395,000).

- c) Valor Flujo de Caja (S/. 1.64) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 1.30)
- d) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
- e) Precio OPA: S/. 1.64
- f) Sobre costo para adquirente
- a) Total adquirido: 545'339,526 (Toda la oferta) Beneficiados: bancos de inversión
- g) Diferencia entre valorizaciones aprox.: US\$ 66'000,000 (S/. 185'000,000 aprox.) – Costo de una central. ¿por qué pagar más de lo que se pagó en operación inicial?
- h) Entidad Valorizadora: Macroinvest S.A.
- i) Valorizadora cobró: S/. 395,000 inc. IGV

#### 8. OPA Edelnor S.A.A.

- a) Oferente: Generalima S.A.C.
- b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (Cross border)
- c) Se derivó de la OPA Endesa formulada por Acciona S.A y Enel SpA en España el año 2007.
- d) Involucró un conglomerado de diversas empresas eléctricas con amplia presencia internacional y en mercados geográficos con diferentes características, estructuras, perfiles de riesgo y regulación: Endesa está conformada por un grupo de empresas que operan en 13 países en Europa y Latinoamérica
- e) Endesa estaba conformada por empresas con actividades en distintos segmentos de la industria eléctrica, sobre todo en generación y distribución. Para el caso de generación, comprendía un portafolio diversificado de tecnología: térmica, hidráulica, nuclear, etc.
- f) Operación multimillonaria: €42,519 Millones; €40.16 por acción
- g) Valor Edelnor: S/. 451 Millones
- a) Por 153'255,336 acciones (24.00%)
- b) Valor Flujo de Caja (S/. 2.29) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 2.46)
- c) Precio OPA: S/. 2.46
- d) Tratamiento Iguatario pues se pagó igual que los que vendieron
- e) Se adquirió 153'255,336 - todas las acciones ofertadas (Toda la oferta) Beneficiados: principalmente bancos de inversión
- f) Entidad Valorizadora: Define S.A.
- g) Valorizadora cobró: S/. 90,000 inc. IGV

#### 9. OPA Empresa Eléctrica de Piura S.A. (EEP) – **Suspendida**

- a) Oferente: Generalima S.A.C.
- b) OPA posterior "parcial", Adquisición Indirecta (Cross border)
- c) Se derivó de la OPA Endesa formulada por Acciona S.A y Enel SpA en España el año 2007.
- d) No se llega a emitir el Prospecto
- e) Valor Flujo de Caja (S/. 6.13) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 3.00)
- f) Precio OPA: S/. 6.13 – traído a valor presente S/. 5.95
- g) El valor derivado obtenido por Macroinvest es más del doble (+104%) del estimado a través del Descuento de Flujos de Caja (DFC)
- h) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
- i) Entidad Valorizadora: Macroinvest S.A.
- j) Valorizadora cobró: S/. 136,000 inc. IGV

- k) EEP observó la valorización y apeló la misma
- l) La Gerencia General de CONASEV declaró infundado el recurso
- m) EEP presentó una medida cautelar (dic 2008)
- n) La 5ta Sala Contencioso-Administrativa declaró fundado (ene 2009)
- o) La Sala Suprema revocó la resolución anterior de la 5ta Sala (mar 2010)

#### 10. OPA Profuturo AFP S.A.

- a) Oferente: JH Holdings S.A. (Grupo Scotiabank)
- b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
- c) Por 894,628 acciones (4.935%)
- d) Valor Flujo de Caja (S/. 10.90) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 11.16)
- e) Precio OPA: S/. 11.16
- f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
- g) Total adquirido: 804,614 acciones
- h) Sobre costo para adquirente
- i) Entidad Valorizadora: Enfoca
- j) Valorizadora cobró S/. 72,000 inc. IGV

#### AÑO 2009

##### 1. OPA Compañía Minera Atacocha S.A.A.

- a) Oferente: Compañía Minera Milpo S.A.A.
- b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
- c) Por 134'046,395 acciones (31.48%)
- d) Valor Flujo de Caja (S/. 0.8924) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 1.4920)
- e) Precio OPA: S/. 1.492
- f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
- g) Total adquirido: 378 acciones
- h) Sobre costo para adquirente
- i) Entidad Valorizadora: Latin Pacific Capital S.A.
- j) Valorizadora cobró S/. 71,900 inc. IGV

#### AÑO 2010

##### 1. OPA San Jacinto S.A.A.

- a) Oferente: Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)
- b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
- c) Por 5'663,798 acciones (19.90%)
- d) Valor Flujo de Caja (S/. 4.81) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 4.94)
- e) Precio OPA: S/. 4.94
- f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
- g) Total adquirido: 2'410,919 (SNJACIC1) y 436,883 (SNJACIC2)
- h) Entidad Valorizadora: Enfoca

##### 2. OPA Compañía Minera Milpo S.A.A.

- a) Oferente: Votorantim Metais – Cajamarquilla S.A.

- b) Adquisición en dos etapas: *ramassage* y posterior OPA
  - c) OPA previa parcial
  - d) Por 163'000,000 acciones (14.76%)
  - a) Se efectuaron adquisiciones previas vía *ramassage* (1,191 inversionistas que vendieron entre los días 15, 18, 19 y 20 de agosto de 2008) y luego se redujo su participación por aumento de capital por lo que retrocedieron en su participación; no obstante, proceden a formular OPA previa y solicitaron al Directorio que: (i) no los sancione por no haber efectuado OPA previa; (ii) no obligue a formular OPA posterior por las adquisiciones previas; (iii) que no haya valorización; y, (iv) exceptuar de formular una OPA posterior luego de adquirir control.
  - b) Se estableció un pago de resarcimiento para los vendedores de las adquisiciones previas: diferencial entre el mayor precio pagado en dichas adquisiciones previas y lo que efectivamente se pagó a cada vendedor previo, todo actualizado y traído a valor presente
  - c) Precio OPA: S/. 7.26 (S/. 8.75 actualizado)
  - d) Tratamiento Iguatario pues se pagó igual que los que vendieron y además a los vendedores iniciales que no recibieron la mayor prima se les pagó un resarcimiento
  - e) Resultado: 163'000,000 acciones (Todo). Beneficiados: bancos de inversión
3. OPA Compañía Minera Poderosa S.A.
- a) Oferente: Ocho personas naturales (3) y jurídicas (5) (Grupo Arias)
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 28'034,587 acciones (18.69%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 2.68) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 2.49)
  - e) Precio OPA: S/. 2.68
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) Declarada desierta
  - h) Sobre costo para adquirente
  - i) Entidad Valorizadora: Enfoca Asesoría
  - j) Valorizadora cobró S/. 85,000 inc. IGV
4. OPA Empresa Agrícola Sintuco S.A.
- a) Oferente: Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)
  - b) Por 961,565 acciones (27.72%)
  - c) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - d) Valor Liquidación (S/. 10.61) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 5.35)
  - e) Precio OPA: S/. 10.61
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) La OPA fue declarada desierta por falta de postores, por lo que fue un gasto innecesario
  - h) Sobre costo para adquirente
  - i) Entidad Valorizadora: Define S.A.
  - j) Valorizadora cobró S/. 20,000 inc. IGV
5. OPA Profuturo AFP S.A.
- a) Oferente: Scotia Perú Holdings S.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 90,014 acciones – *free float* (0.5%)

- d) Valor Flujo de Caja (S/. 20.94) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 12.54)
- e) Precio OPA: S/. 20.94
- f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
- g) Se adquirió 87,508 acciones
- h) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
- i) Valorizadora cobró S/. 65,000 inc. IGV

#### 6. OPA Empresa Agraria Azucarera Andahuasi S.A.A.

- a) Oferente: Río Pativilca S.A. (Grupo Wong)
- b) OPA posterior total como consecuencia de Acuerdo de Directorio que aprobó solicitud de cambio de una OPV por una OPA
- c) Por 30'951,997 acciones (13.61%)
- d) Se efectuaron adquisiciones previas vía *ramassage* que fue sancionado por el regulador al no haberse formulado OPA previa. La sanción: la imposición de una OPV, según lo prevé el art. 72 de la LMV. El Grupo Wong solicitó en virtud del cuarto párrafo del inciso a) del art. 72 de la LMV una excepción a la obligación de formular la OPV a efectos de lanzar una OPA por el 100% [ver punto 4.12 del Prospecto]
- e) Se exceptuó de contratar Valorizadora (el art. 72 de la LMV no señalaba nada al respecto) – Artículo modificado, se ha precisado la OPA en estos casos debe formularse por el mayor precio pagado por las acciones adquiridas indebidamente o el que determine una entidad valorizadora)
- f) Precio OPA: S/. 1.57 (determinado por el Oferente en base al Acuerdo de Directorio, donde se señala que el precio será, cuando menos, el mayor precio pagado por los miembros del Grupo Wong en las adquisiciones previas)
- g) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron pero no se pagó un resarcimiento como en el caso de OPA Milpo
- h) Se adquirió 13'224,339 acciones

#### 7. OPA Empresa Eléctrica de Piura S.A.

- a) Oferente: Generalima S.A.C.
- b) OPA posterior "total", Adquisición Indirecta (Cross border)
- c) Viene de OPA suspendida del 2008
- d) Se derivó de la OPA Endesa formulada por Acciona S.A y Enel SpA en España el año 2007.
- e) Por el incumplimiento de no haber formulado OPA en el 2008, el Directorio acordó sancionar con OPV, pero solicitaron excepción a efectos de formular OPA por el 100% que no era de propiedad directa ni indirecta del oferente
- f) Por 29'593,037 acciones (40%)
- g) Valor Flujo de Caja (S/. 6.13) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 3.00)
- h) Precio OPA: S/. 6.13 – traído a valor presente S/. 4.08 (al 2010)
- i) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
- j) Resultado: 27'001,321 acciones
- k) Entidad Valorizadora: Macroinvest S.A.
- l) Valorizadora cobró: S/. 136,000 inc. IGV (pago del 2008)

### AÑO 2011

#### 1. OPA Edegel S.A.A.

- a) Oferente: Inkia Energy Limited

- b) OPA posterior parcia, Adquisición Indirecta (Cross border)
  - c) Involucró un conglomerado de diversas empresas eléctricas de Perú (Edegel y Kallpa), Bolivia, República Dominicana, El Salvador, Panamá y Jamaica
  - d) Valor Edegel: US\$ 1,070 Millones - S/. 3,397.25 Millones (T.C. 3.175, p. 52 Informe de Valorización)
  - e) Por 79'590,300 acciones
  - f) Valor Flujo de Caja (S/. 1.66) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 1.48)
  - g) Precio OPA: S/. 1.53 (S/. 1.66 traído a valor presente y descuento por entrega de dividendos)
  - h) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - i) La OPA fue declarada desierta por falta de postores, por lo que fue un gasto innecesario
  - j) Sobre costo para adquirente
  - k) Entidad Valorizadora: Macroinvest S.A.
  - l) Valorizadora cobró S/. 79,000 inc. IGV
2. OPA Compañía Minera Atacocha S.A.A.
- a) Oferente: Votorantim Metais – Cajamarquilla S.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Indirecta local
  - c) Consecuencia de OPA Milpo 2010: al haber alcanzado el control de MILPO, indirectamente alcanzó el control en Atacocha
  - d) Por 148'553,503 acciones (27.79%)
  - e) Valor OPAs Anteriores (S/. 1.41) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/.0.81)
  - f) Precio OPA: S/. 1.41
  - g) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - h) Total adquirido: 104'292,650 acciones
  - i) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
  - j) Valorizadora cobró S/. 69,000 inc. IGV
3. OPA Financiera Confianza S.A.
- a) Oferente: Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente S.A.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por:
    - ✓ 5'267,190 acciones de la Clase AA (con derecho a voto)
    - ✓ 12'954,777 acciones de la Clase A, (con derecho a voto)
    - ✓ 3'265,004 acciones de la Clase B
    - ✓ 242,093 acciones de la Clase C
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 2.63) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 2.31)
  - e) Precio OPA: S/. 2.63
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) Total adquirido: 10,486 Clase A; y 44,628 Clase C (0.25%)
  - h) Entidad Valorizadora: Apoyo Consultoría
4. OPA Luz del Sur S.A.A.
- a) Oferente: Sempra Energy International Holdings N.V.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Indirecta (Cross border)
  - c) Involucró la compra de dos empresas peruanas (Luz del Sur y Tecsur) y dos chilenas (Chilquinta y Tecnoed)
  - d) Por 71'727,937 acciones

- e) Valor Luz del Sur: US\$ 1,014 Millones
- f) Valor Flujo de Caja (US\$ 2.29) mayor que valor derivado de la operación inicial (US\$ 1.99)
- g) Precio OPA: US\$ 2.29 – S/. 6.28
- h) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
- i) Total adquiridas: 18'918,954 acciones
- j) Entidad Valorizadora: Enfoca S.A.C.
- k) Valorizadora cobró S/. 65,000 inc. IGV

#### 5. OPA Sociedad Minera Corona S.A.

- a) Oferente: Dia Bras Perú S.A.C.
- b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
- c) Por 2'315,299 acciones (7.26%)
- d) Valor Flujo de Caja (S/. 18.97) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 23.23)
- e) Precio OPA: S/. 23.23
- f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
- g) Total adquirido: 67,013 acciones
- h) Entidad Valorizadora: Define Consultoría S.A.
- i) Valorizadora cobró S/. 79,200 inc. IGV

### AÑO 2013

#### 1. OPA Copeinca ASA

- a) Oferente: China Fishery Group Limited (CFG)
- b) OPA previa total, inicial y luego una OPA Mejoradora a la OPA de Cermaq
- c) Deriva de OPA en Noruega (Bolsa de Oslo)
- d) Por 100% del capital social
- e) Precio OPA inicial: NOK 53.85
- f) Precio OPA mejorada: NOK 68.17
- g) Entidad Valorizadora: No aplica

#### 2. OPA Copeinca ASA

- a) Oferente: Cermaq ASA
- b) OPA previa total, Competidora de OPA de CFG
- c) Por 100% del capital social
- d) Deriva de OPA en Noruega (Bolsa de Oslo)
- e) Precio OPA: NOK 59.70
- f) Entidad Valorizadora: No aplica

#### 3. OPA Negocios e Inmuebles S.A.

- a) Oferente: Negocios e Inmuebles S.A.
- b) OPA previa parcial
- c) Negocios e Inmuebles acordó efectuar una OPA previa voluntaria con el fin de adquirir sus propias acciones, amortizarlas y reducir su capital social a través de un procedimiento que garantice transparencia e igualdad entre todos los accionistas destinatarios.
- d) Precio OPA: S/. 2.25
- e) Por 33'932,080 acciones (20.18%)
- f) Total adquirido: 31'064,943 acciones
- g) Entidad Valorizadora: No aplica

**AÑO 2014**

1. OPA Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.
  - a) Oferente: Empresa Financiera Edyficar S.A. (Grupo Credicorp)
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 66'316,988 acciones Clase A y 2'306,026 acciones Clase B
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 1.69) menor que valor derivado de la operación inicial (S/. 1.85 – traído a valor presente S/. 1.74 )
  - e) Precio OPA: S/. 1.74
  - f) Tratamiento Igualitario pues se pagó igual que los que vendieron
  - g) Total adquirido: 5'722,279 acciones Clase A, Ninguna Clase B
  - h) Entidad Valorizadora: Macroinvest
  - i) Valorizadora cobró S/. 128,561 inc. IGV
  
2. OPA Financiera Nueva Visión S.A.
  - a) Oferente: Diviso Grupo Financiero S.A.
  - b) OPA posterior total, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 8'521,410 acciones (26.18%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 1.29) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 1.25)
  - e) Precio OPA: S/. 1.20 – El valor S/. 129 fue traído a valor presente y ajustado como consecuencia del aporte de capital de S/. 15 MM
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) Total adquirido: 8'138,390 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: Summa Asesores Financieros S.A.
  - i) Valorizadora cobró S/. 115,000 inc. IGV
  
3. OPA Casa Grande S.A.A.
  - a) Oferente: Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A.C.
  - b) OPA posterior parcial, Adquisición Directa (local)
  - c) Por 557,714 acciones (0.6621%)
  - d) Valor Flujo de Caja (S/. 10.35) mayor que valor derivado de la operación inicial (S/. 7.10)
  - e) Precio OPA: S/. 10.35
  - f) Tratamiento desigual a favor de destinatarios OPA
  - g) Total adquirido: 557,714 acciones
  - h) Entidad Valorizadora: EFIC PARTNERS S.A.C.
  - i) Valorizadora cobró S/. 100,000 inc. IGV

## ANEXO 2

### CUADRO RESUMEN DE OPAS (2006-2014)



Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) - I

	Año	Sociedad objetivo	Oferente	Tipo de OPA	Tipo de adquisición	Entidad Valorizadora	Método de Valorización recomendado y valor	Valor derivado de operación generadora de OPA	Contraprestación por acción en OPA	# de acciones a adquirir	# de acciones adquiridas en OPA
1	2006	Scotiabank Perú S.A.A.	The Bank of Nova Scotia	posterior parcial	Indirecta (local)	Consultoría A	Valor Flujo de Caja (S/. 0.0541)	S/. 0.044	S/. 0.0541	8,376'181,530 (Comu.) 53'477,781 (Pref.)	No fue determinado por el estudio
2	2006	AFP Unión Vida S.A.	Prima AFP S.A.	posterior total	directa	Summa	Valor Flujo de Caja (S/. 17.00)	S/. 16.04	S/. 16.04	8,476	No fue determinado por el estudio
3	2006	Austral Group S.A.A.	Dordogne Holding Inc.	posterior parcial	Indirecta (local)	Deloitte	Valor Flujo de Caja (S/. 0.1995)	S/. 0.2673	S/. 0.2673	194'910,592	17'601,195
4	2006	Backus S.A.A.	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 92.41)	S/. 82.99	S/. 99.71	180,547	19,163
						Interinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 85.23)	S/. 99.71			
5	2006	Compañía Cervecería del Perú S.A. (Cervesur)	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Flujo de Caja (US\$ 14.07)	US\$ 11.87	US\$ 14.07 (S/. 47.08)	372,060	No fue determinado por el estudio
						Interinvest	Valor Flujo de Caja (US\$ 12.18)	US\$ 13.58			
6	2006	Cervecería San Juan S.A.A.	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Flujo de Caja (US\$ 2.17)	US\$ 2.29	US\$ 2.79 (S/. 9.21)	11'583,365	10'570,785
						Interinvest	Valor Flujo de Caja (US\$ 2.58)	US\$ 2.79			
7	2006	Industrias del Envase S.A.	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Contable (US\$ 3.55)	US\$ 3.55	US\$ 3.55 (S/. 11.88)	38,533	38,839
						Interinvest	Valor Contable (US\$ 3.34)	US\$ 3.34			
8	2006	Vidrios Planos S.A.	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Flujo de Caja (US\$ 2.11)	US\$ 1.93	US\$ 2.15 (S/. 7.40)	221,178	No fue determinado por el estudio
						Interinvest	Valor de Liquidación (US\$ 1.93)	US\$ 2.15			
9	2006	Inmobiliaria Pariachi	Racetrack Peru LLC	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Contable (US\$ 0.15)	US\$ 0.15	No fue determinado por el estudio	No fue determinado por el estudio	No fue determinado por el estudio
						Interinvest	No fue determinado por el estudio	No fue determinado por el estudio			

Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) - II

	Año	Sociedad objetivo	Oferente	Tipo de OPA	Tipo de adquisición	Entidad Valorizadora	Método de Valorización recomendado y valor	Valor derivado de operación generadora de OPA	Contraprestación por acción en OPA	# de acciones a adquirir	# de acciones adquiridas en OPA
10	2007	Compañía Minera Poderosa S.A.	Corporación Minera San Manuel S.A.	posterior parcial	directa	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 4.12)	S/. 4.22	S/. 4.22	26'440,562	No fue determinado por el estudio
11	2007	SiderPerú S.A.A	Gerdau S.A.	posterior total	directa	Maximixe	Valor Flujo de Caja (S/. 1.38)	S/. 0.40	S/. 1.38	97'954,855	Desierta
12	2007	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Minera Phelps Dodge del Perú S.A.C.	posterior parcial	Indirecta ( <i>cross border</i> )	Enfoca	Valor Flujo de Caja (US\$ 8.00)	US\$ 14.40	US\$ 14.40	87'069,432	Desierta
13	2007	Caja Rural de Ahorro y Crédito de la Región San Martín S.A.A.	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Piura S.A.C.	posterior parcial	Directa	Se exceptuó contratar Valorizadora	No Aplica	S/. 2.8333	S/. 2.8333	867,221	No fue determinado por el estudio
14	2007	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)	posterior parcial	Directa	Summa	Valor Liquidación (S/. 6.34)	S/. 3.86	S/. 6.34	831,286	Desierta
15	2007	Complejo Agroindustrial Cartavio S.A.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)	posterior parcial	directa	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 22.10)	S/. 25.92	S/. 25.92	5'158,637	2'826,447
16	2008	Caja Rural de Ahorro y Crédito Del Sur S.A.A.	Fundación BBVA para las Microfinanzas	posterior total	directa	Maximixe	Valor Flujo de Caja (S/. 127.83)	S/. 141.41	S/. 141.41	128,849	94,857
17	2008	Inversiones Pacasmayo S.A.	FARRAGUT HOLDINGS, INC	previa parcial	directa	No Aplica	No Aplica	No Aplica	US\$ 0.87971224	5'457,817 (A) 89'430,985 (B)	55'661,238 (B)
18	2008	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Votorantim Metais Investimentos Ltda.	previa parcial	directa	No Aplica	No Aplica	No Aplica	US\$ 3.33	147'151,328	1'016,654
19	2008	Luz del Sur S.A.A.	Peruvian Opportunity Company S.A.C.	posterior parcial	Indirecta ( <i>cross border</i> )	Summa	Valor Flujo de Caja (S/. 4.14)	S/. 4.76	S/. 4.76	114'628,353	272,805
20	2008	Mapfre Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.	Mapfre América S.A.	posterior total	directa	Summa	Valor Flujo de Caja (S/. 1.18)	S/. 2.00	S/. 0.68 por ajustes varios del precio de S/. 2.00	967,280	83,364

Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) - III

	Año	Sociedad objetivo	Oferente	Tipo de OPA	Tipo de adquisición	Entidad Valorizadora	Método de Valorización recomendado y valor	Valor derivado de operación generadora de OPA	Contraprestación por acción en OPA	# de acciones a adquirir	# de acciones adquiridas en OPA
21	2008	Scotiabank Peru S.A.A.	Scotia Peru Holdings S.A.	previa total	directa	No Aplica	No Aplica	No Aplica	US\$ 21.7994571	10'596,606	9'473,196
22	2008	Edegel S.A.A.	Generalima S.A.C.	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Macroinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 1.64)	S/. 1.30	S/. 1.64	545'339,526	545'339,526
23	2008	Edelnor S.A.A.	Generalima S.A.C.	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Define	Valor Flujo de Caja (S/. 2.29)	S/. 2.46	S/. 2.46	153'255,336	153'255,336
24	2008	Empresa Eléctrica de Piura S.A.	Generalima S.A.C.	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Macroinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 6.13)	S/. 3.00	S/. 5.95 por ajustes varios del precio de S/. 6.13	<b>Suspendida</b>	<b>Suspendida</b>
25	2008	Profuturo AFP S.A.	JH Holdings S.A. (Grupo Scotiabank)	posterior total	directa	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 10.90)	S/. 11.16	S/. 11.16	894,628	804,614
26	2009	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Compañía Minera Milpo S.A.A.	posterior total	directa	Latin Pacific Capital	Valor Flujo de Caja (S/. 0.8924)	S/. 1.492	S/. 1.492	134'046,395	378
27	2010	San Jacinto S.A.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)	posterior parcial	directa	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 4.81)	S/. 4.94	S/. 4.94	5'663,798	2'410,919 (SNJACIC1) y 436,883 (SNJACIC2)
28	2010	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Votorantim Metais – Cajamarquilla S.A.	previa parcial	directa	No Aplica	No Aplica	No Aplica	S/. 7.26 (S/. 8.75 actualizado)	163'000,000	163'000,000
29	2010	Compañía Minera Poderosa S.A.	Ocho personas naturales (3) y jurídicas (5) (Grupo Arias)	posterior parcial	directa	Enfoca	Valor Flujo de Caja (S/. 2.68)	S/. 2.49	S/. 2.68	28'034,587	Desierta
30	2010	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A. (Grupo Gloria)	posterior total	directa	Define	Valor Liquidación (S/. 10.61)	S/. 5.35	S/. 10.61	961,565	Desierta

Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) - IV

	Año	Sociedad objetivo	Oferente	Tipo de OPA	Tipo de adquisición	Entidad Valorizadora	Método de Valorización recomendado y valor	Valor derivado de operación generadora de OPA	Contraprestación por acción en OPA	# de acciones a adquirir	# de acciones adquiridas en OPA
31	2010	Profuturo AFP S.A.	Scotia Perú Holdings S.A.	posterior total	directa	Summa	Valor Flujo de Caja (S/. 20.94)	S/. 12.54	S/. 20.94	90,014	87,508
32	2010	Empresa Agraria Azucarera Andahuasi S.A.A.	Río Pativilca S.A. (Grupo Wong)	posterior total	directa	Se exceptuó contratar Valorizadora	No Aplica	No Aplica	S/. 1.57	30'951,997	13'224,339
33	2010	Empresa Eléctrica de Piura S.A.	Generalima S.A.C.	posterior total (Viene de OPA suspendida del 2008)	Indirecta (cross border)	Macroinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 6.13)	S/. 3.00	S/. 6.13 – traído a valor presente S/. 4.08 (al 2010)	29'593,037	27'001,321
34	2011	Edegel S.A.A.	Inkia Energy Limited	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Macroinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 1.66)	S/. 1.48	S/. 1.53 (S/. 1.66 traído a valor presente y descuento por entrega de dividendos)	79'590,300	Desierta
35	2011	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Votorantim Metais – Cajamarquilla S.A.	posterior parcial	Indirecta (local)	Summa	Valor OPAs Anteriores (S/. 1.41)	S/. 0.81	S/. 1.41	148'553,503	104'292,650
36	2011	Financiera Confianza S.A.	Caja Rural de Ahorro y Crédito Nuestra Gente S.A.A.	posterior total	directa	Apoyo Consultoría	Valor Flujo de Caja (S/. 2.63)	S/. 2.31	S/. 2.63	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5'267,190 acciones (AA)</li> <li>• 12'954,777 acciones (A)</li> <li>• 3'265,004 acciones (B)</li> <li>• 242,093 acciones (C)</li> </ul>	10,486 Clase A; y 44,628 Clase C
37	2011	Luz del Sur S.A.A.	Sempra Energy International Holdings N.V.	posterior parcial	Indirecta (cross border)	Enfoca	Valor Flujo de Caja (US\$ 2.29)	US\$ 1.99	US\$ 2.29 (S/. 6.28)	71'727,937	18'918,954
38	2011	Sociedad Minera Corona S.A.	Día Bras Perú S.A.C.	posterior parcial	directa	Define	Valor Flujo de Caja (S/. 18.97)	S/. 23.23	S/. 23.23	2'315,299	67,013

Cuadro Resumen de OPAs (2006-2014) - V

	Año	Sociedad objetivo	Oferente	Tipo de OPA	Tipo de adquisición	Entidad Valorizadora	Método de Valorización recomendado y valor	Valor derivado de operación generadora de OPA	Contraprestación por acción en OPA	# de acciones a adquirir	# de acciones adquiridas en OPA
39	2013	Copeinca ASA	China Fishery Group Limited (CFG)	previa total, inicial y luego una OPA Mejoradora	Directa (cross border)	No Aplica	No Aplica	No Aplica	Inicial: NOK 53.85 Mejorada: NOK 68.17	100%	No fue determinado por el estudio
40	2013	Copeinca ASA	Cermaq ASA	previa total, Competidora de OPA de CFG	Directa (cross border)	No Aplica	No Aplica	No Aplica	NOK 59.70	100%	No fue determinado por el estudio
41	2013	Negocios e Inmuebles S.A.	Negocios e Inmuebles S.A.	previa parcial	directa	No Aplica	No Aplica	No Aplica	S/. 2.25	33'932,080	31'064,943
42	2014	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	Empresa Financiera Edyficar S.A. (Grupo Credicorp)	posterior total	directa	Macroinvest	Valor Flujo de Caja (S/. 1.69)	S/. 1.74	S/. 1.74	66'316,988	5'722,279
43	2014	Financiera Nueva Visión S.A.	Diviso Grupo Financiero S.A.	posterior total	directa	Summa	Valor Flujo de Caja (S/. 1.29)	S/. 1.25	S/. 1.20 (S/. 1.29 traído a valor presente y ajustado)	8'521,410	8'138,390
44	2014	Casa Grande S.A.A.	Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A.C.	posterior parcial	directa	EFIC PARTNERS	Valor Flujo de Caja (S/. 10.35)	S/. 7.10	S/. 10.35	557,714	557,714