

UNIVERSIDAD NACIONAL DE CAJAMARCA
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS POLÍTICAS



**LA EFICACIA DE LA REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE
ADQUISICIÓN OBLIGATORIAS EN LA PROTECCIÓN AL
INVERSIONISTA EN EL MERCADO DE CAPITALES PERUANO**

Tesis para optar el título profesional de Abogado

Por
Víctor Raúl Ventura Chilón

Asesora: Abg. Sandra Verónica Manrique Urteaga

Cajamarca, Junio de 2013

Copyright © 2013 por Víctor Raúl Ventura Chilón
Todos los derechos reservados.

A mi madre,
en gratitud a sus oraciones
y por hablarme de mi Salvador
Jesucristo.

En Tu luz veremos la luz
Salmos 36:9

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	vii
LISTA DE TABLAS	viii
RESUMEN	ix
PREFACIO	x
CAPÍTULO I	1
<i>INTRODUCCIÓN</i>	<i>1</i>
CAPÍTULO II	3
<i>MARCO CONCEPTUAL</i>	<i>3</i>
<i>i) Relación del Sistema Jurídico y el Marco Institucional</i>	<i>3</i>
<i>a) El Marco Institucional y la Eficiencia de los Órganos Judiciales</i>	<i>5</i>
<i>b) Marco Institucional del Sistema Financiero y el Sistema Jurídico</i>	<i>6</i>
<i>ii) Protección Legal a los inversionistas</i>	<i>8</i>
<i>iii) El efecto de las OPAs en el precio de las acciones</i>	<i>9</i>
CAPÍTULO III	10
<i>PROBLEMA E HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN</i>	<i>10</i>
<i>A₁ El sistema judicial peruano y su libertad económica</i>	<i>14</i>
(i) El Imperio de la Ley	<i>17</i>
(ii) La Eficiencia Regulatoria	<i>18</i>
<i>A₂. El mercado de valores peruano</i>	<i>20</i>
a) Concentración del accionariado en el Mercado de capitales peruano	<i>22</i>
b) Ausencia de la separación de la gestión y la propiedad de la empresa.....	<i>24</i>
<i>A₃. Regulación de las OPAS en el Perú</i>	<i>26</i>
<i>B₁ La protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano</i>	<i>40</i>
CONCLUSIÓN	68
ANEXOS	69
<i>ANEXO 1. Distribución Global de los Sistemas Jurídicos en el Mundo</i>	<i>70</i>
<i>ANEXO 2. Sistemas Jurídicos en el Mundo</i>	<i>71</i>
<i>ANEXO 3. Percepción de corrupción de los Órganos Judiciales en el Mundo</i>	<i>76</i>
<i>ANEXO 4. Nivel de Confianza en el Poder Judicial Peruano</i>	<i>77</i>
<i>ANEXO 5. Protección de derecho de propiedad, y la eficacia de los órganos judiciales de acuerdo a niveles*</i>	<i>78</i>

<i>ANEXO 6. PBI Peruano – Histórico y Proyectado</i>	<i>79</i>
<i>ANEXO 7. Ofertas Públicas de Adquisición del año 2000 al 2012.....</i>	<i>80</i>
<i>ANEXO 8. Obligación de Efectuar OPA por incremento porcentual</i>	<i>84</i>
<i>ANEXO 9. Concentración de accionariado y ausencia de separación de la gestión y propiedad.....</i>	<i>85</i>
<i>ANEXO 10. Renta Variable en el Perú 1970 – 2010</i>	<i>89</i>
<i>ANEXO 11. Detalle de las repercusiones de las Ofertas Públicas de Adquisición sobre las Acciones de las Sociedades Objetivo.</i>	<i>90</i>
<i>ANEXO 12 Antecedentes históricos legales de las Ofertas Públicas en el Perú</i>	<i>103</i>
LISTA DE REFERENCIA	107

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, doy gracias a Dios Todopoderoso porque sin Él nada es posible.

Agradezco a mis padres Víctor y Edelmira, y a mis hermanos de quienes recibí motivación para continuar con este proyecto.

Y especial agradecimiento a las siguientes personas por su influencia en mí para seguir sus pasos en el ámbito de la investigación, así como por su valiosa orientación: Alonzo Ramírez Alvarado, Christian Leonardo Díaz Ruiz, José Martín Mendoza Reyes (†), Manuel Edgardo Sánchez Zorrilla, Pablo Juan Cueva Chávez.

Así como a la Sra. Ana Cecilia Urteaga Valera y los Sres. Hugo Zevallos Romero y Víctor Manuel Cerna Vásquez de quienes recibí especial apoyo para ocuparme de esta Tesis mientras estaba bajo su dirección en la Municipalidad Provincial de Cajamarca y la Municipalidad Distrital de Jesús.

Al Sr. Juan de Dios Santa Cruz Padilla y a los esposos Steve y Dianne Hill por su orientación espiritual, ayuda incondicional, y por ser un canal de bendición de parte de Dios para mi vida, y estoy seguro para la vida de muchos más.

Doy gracias a Dios por cada uno de ellos.

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 Nivel de Confianza en el Poder Judicial 1995- 2010	15
Tabla 2 Índice de Percepción de Corrupción.....	15
Tabla 3 Imperio de la Ley	17
Tabla 4 Eficiencia Regulatoria	18
Tabla 5 PBI peruano en los últimos 17 años	20
Tabla 6 Compañía Cervecera del Perú S.A. - 2000	42
Tabla 7 Inmobiliaria Pariachi S.A. - 2000	43
Tabla 8 Compañía Minera Atacocha S.A. - 2001	44
Tabla 9 Embotelladora Latinoamericana S.A. 2004.....	45
Tabla 10 Compañía Minera Milpo S.A.A. - 2004	46
Tabla 11 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. - 2005	47
Tabla 12 Scotiabank Perú S.A.A. - 2006.....	48
Tabla 13 Compañía Cervecera del Sur S.A. - 2006.....	49
Tabla 14 Austral Group S.A.A. - 2006.....	50
Tabla 15 Complejo Agroindustrial Cartavio - 2007	51
Tabla 16 Inversiones Pacasmayo S.A. - 2008	52
Tabla 17 Compañía Minera Milpo- 2008	53
Tabla 18 Scotiabank Perú S.A.A. - 2008.....	54
Tabla 19 EDEGEL S.A.A. - 2008	55
Tabla 20 EDELNOR S.A.A. - 2008	56
Tabla 21 Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2009.....	57
Tabla 22 Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2011	58
Tabla 23 Luz Del Sur S.A.A. - 2011	59
Tabla 24 Agroindustrias San Jacinto S.A.A. - 2010.....	60
Tabla 25 Compañía Minera Milpo S.A. 2010	61
Tabla 26 Empresa Eléctrica de Piura S.A. 2010.....	62
Tabla 27 Compañía Minera Poderosa - 2007	63
Tabla 28 Sociedad Minerea Cerro Verde S.A.A. - 2007	64
Tabla 29 Cuadro Resumen - Repercusión de OPAs en Acciones comunes	65
Tabla 30 Cuadro Resumen 2 - Repercusión de OPA sobre las Acciones.....	67
Tabla 31 Percepción de corrupción de los Órganos Judiciales en el Mundo	76
Tabla 32 Nivel de confianza en el Poder Judicial Peruano.....	77
Tabla 33 Renta Variable 1970 - 2010 (BVL)	89
Tabla 34 Cotización Luz del Sur	101

RESUMEN

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) han sido recogidas en la legislación peruana atendiendo al crecimiento económico en las últimas décadas. El proceso de adaptación de ésta figura jurídica ha sido paulatino; siendo el referente para este fin la legislación española. No obstante, legislar implica regular una actividad atendiendo a una necesidad y realidad particular, y no únicamente de adaptación de normas foráneas.

La regulación de las OPAs en el Perú pretender proteger a los inversionistas minoritarios asegurando un trato igualitario en el reparto de la *prima de control*. Esta regulación es eficaz cuando se evidencia un probable reparto y un reparto cierto de la *prima de control*; lo cual puede conocerse analizando el precio de la acciones de una sociedad objetivo antes y después de una OPA, así como analizando el precio ofrecido como prima de control.

Bajo éste análisis hay evidencias para afirmar que la regulación de las OPAs es medianamente eficaz pues de las *primas de control* ofrecidas existe poca probabilidad de para su reparto, y porque tampoco afecta positivamente, en un grado significativo, en el precio de las acciones de la Sociedad Objetivo, como sí sucede en otras realidades, como en el mercado de capitales español.

PREFACIO

Cuando se oye hablar de Mercado de Capitales, o de Bolsa de Valores, podemos reaccionar de dos maneras: (a) mostrar un desinterés completo debido a lo poco que se sabe de éste medio de financiación, (b) o mostrar algo de interés, porque a veces lo “nuevo” causa expectativa.

Se ha escuchado de la Bolsa de Nueva York, de las Bolsas en Asia y Europa; y del pánico de algunos cuando se enteran que la Bolsa se ha “desplomó”. Otros muestran asombro cuando se enteran que algunos se convirtieron multimillonarios “de la noche a la mañana”.

Ciertamente hay mucha especulación sobre estos temas. Y no podemos dar por sentado que este tema es ampliamente conocido cuando en realidad no lo es. Por lo cual es necesario ver en forma general los conceptos fundamentales que rodean a las Bolsas de Valores.

En primer lugar, empecemos por lo que no son las Bolsas de Valores. Las Bolsas de Valores no son ruletas rusas, no se trata de juegos de azar; aunque algunas personas recurren a ellas con esa idea creyendo que en ellas pueden hacerse ricos, o perderlo todo de un momento a otro. Claro que ha habido personas que por crisis internacionales fueron llevadas a la banca rota; pero estos no son casos aislados, se trató de crisis nacionales completas que no solo afectaron a quienes participaban en las Bolsas de Valores, sino a muchos agentes económicos.

Tampoco la Bolsa de Valores es para genios financieros. Sino que cualquier persona puede participar en la Bolsa con nociones básicas del funcionamiento de las Bolsas, y de nociones básicas de inversión con un capital moderado. Además, cuando una persona quiere invertir sus ahorros en una Bolsa de Valores se exige legalmente,

(por lo menos en el Perú) recurrir a una Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) que cuentan asesores financieros especialistas en estos temas.

Las Bolsas de Valores son espacios preparados para que las empresas (incluso el Estado) encuentren financiamiento para la ejecución de sus proyectos. Este financiamiento lo obtienen directamente de personas que esperan mayor rentabilidad a la ofrecida en los Bancos. Es decir, tanto empresas como inversionistas se encuentran directamente en una Bolsa. Las empresas, cediendo parte de su propiedad para captar recursos; y los inversionistas, cediendo sus recursos para beneficiarse de las utilidades de la empresa en proporción a las acciones adquiridas. Además, en este último caso, los inversionistas pueden beneficiarse al adquirir acciones a *precio bajo*, para luego venderlas a un *precio alto*.

Ese es el marco básico de los Mercados de Valores. Pero eso no es todo. La interacción no es solo de empresa-inversionistas, sino también de empresa-empresa cuando una busca tomar el control de la otra. Y para esto no es suficiente acordar con los accionistas que tienen la mayoría de acciones de la empresa objetivo, sino que el Estado ha impuesto la obligación de hacer pública esta intención de adquirir acciones que permitan tener el control de una empresa. Esto con el objetivo de dar protección a los inversionistas. En este contexto se desarrolla la presente Tesis.

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN

La dinámica empresarial es compleja. Ésta complejidad es notable dentro del Mercado de capitales debido a la interacción entre compañías a través de determinadas Bolsas de Valores¹. El objetivo en esta interacción es captar directamente recursos de inversionistas que buscan mayor rentabilidad a sus ahorros; como medio alternativo a la financiación bancaria o indirecta².

Los Estados, en algunos casos, intervienen para promover la libertad entre los agentes que intervienen en su mercado; en otros, para dar énfasis en la protección a los inversionistas. Pero ambos pretenden el mismo objetivo: lograr un óptimo desarrollo de sus mercados de capitales por la magnitud económica que éstos representan. Y para lograrlo impulsan regulaciones que, en el mejor de los casos, contribuyen con dicho fin y, en el peor, se convierten en una traba para alcanzar su objetivo.

En el Perú, es la Superintendencia de Mercado de Valores la responsable de fiscalizar el buen funcionamiento del mercado de capitales, y de regular para dar protección a los inversionistas a través de regulaciones como la referida a las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante OPAs).

¹ El nuevo derecho del mercado de valores se caracteriza por hacer posible la función encomendada a este mercado que consiste en la de “servir de vehículo para la canalización del ahorro, de forma eficiente y con las garantías adecuadas hacia los inversores a largo plazo en la industria y en los servicios [nota 227]” (Ver en Sala I Andrés 2000: 123).

² Respecto a la dinámica en los mercados, considérese que “[el] desarrollo económico a nivel internacional, el aumento considerable de las operaciones comerciales transfronterizas, el incremento del flujo de capitales en las transacciones y la elevada competencia comercial a nivel global propician nuevos vínculos entre las empresas de grupos económicos a través de operaciones vinculadas. Estos factores conllevan al surgimiento de un nuevo concepto: el planeamiento tributario, mediante el cual se ponderan diversas estrategias empresariales que procuran no dejar al azar el enfoque fiscal de las operaciones comerciales, de modo que los contratos de expansión, **las inversiones en la Bolsa de Valores**, los financiamientos estructurados, la creación de nuevas empresas, la adquisición de acciones, las tomas de control, el establecimiento de sucursales y demás actividades corporativas requieren pasar previamente el filtro tributario: analizar sus incidencias fiscales permitirá decidir si resultan viables o no.” (Echafz Moreno 2013: 249-250)

Esta regulación no fue una fórmula que nació en el Perú, sino que fue adaptada principalmente de la regulación Española. Sin embargo, en el ámbito jurídico y económico existen notables diferencias que exigen una evaluación técnica, previa a la adaptación de instrumentos legales foráneos; pues de lo contrario, la regulación acogida se convierte en un obstáculo para alcanzar su finalidad, pues, no existen mercados idénticos. Cada Mercado es afectado por su propio sistema jurídico, por el marco de sus instituciones, por sus políticas económicas e incluso por la percepción de la población en ellas. Por ello, es importante revisar las conclusiones de estas investigaciones dentro de la realidad del Mercado de Capitales peruano. Esto es desarrollado en el Capítulo II.

En el Capítulo III se desarrolla las características que distinguen al mercado de capitales peruano, así como el efecto de la Regulación de las OPAs en el precio de las acciones. Comprobándose que el efecto esperado en el precio de las acciones ante una OPA en el Mercado peruano es distinto al del Mercado español; y que la finalidad de la regulación de las OPAs en ambos países es distinta. Se garantiza a los inversionistas minoritarios la existencia de una *prima de control* así como su reparto en la regulación española. Y en la regulación peruana se garantiza el reparto de la prima de control sólo en el supuesto que exista la *prima de control*.

Bajo esta consideración se pretende determinar cuan eficaz resultó la regulación de las OPAs en la protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano debido a su importancia en el desarrollo de los Mercado de Capitales.

CAPÍTULO II MARCO CONCEPTUAL

La presente investigación se desarrolla partiendo de conclusiones arribadas por investigadores de reputación académica reconocida. Por esta razón en la presente sección se consideró como Marco Conceptual pues la investigación se desarrolla sobre conclusiones, y no sobre Teorías. (Ver Sánchez Zorrilla 2006: 41-46)

En primer lugar, se observará la relación entre los Sistemas Jurídicos y sus respectivos Marcos Institucionales, y de éstos con los Mercados de Valores, para observar el efecto de dichas relaciones en el desarrollo de los mercados de valores.

En segundo lugar, se revisará sobre el efecto de la pobre protección legal a los inversionistas, en el contexto de un mercado con concentración de accionariado, en el desarrollo de los mercados de valores.

Por último, se abordará la conclusión que señala que frente a toda OPA, en el mercado español, el precio de las acciones de la Sociedad Objetivo es muy elevado, para contrastar si dicho efecto sucede de igual manera en el mercado de capitales peruano.

i) Relación del Sistema Jurídico y el Marco Institucional

Los Sistemas Jurídicos son el resultado de estructuras de gobierno que los Estados adoptan³ según sus perspectivas de justicia, o de lo que consideran es correcto⁴. Estas diferencias⁵ buscan ser superadas tratando de uniformizar normas

³Cf. “Los sistemas legales son simplemente u clase de estructura de gobierno” (Ver Korhauser 2004:355) // “En un sentido particular los “sistemas legales” son las normas legales e instituciones de un país”(Ver Farran 2003)

⁴Cf. “(...) Además del intercambio de diferentes modelos jurídicos a nivel internacional ha significado la fusión y mezcla de ideas y conceptos jurídicos de muchos sistemas diferentes. Tomemos el ejemplo de las Naciones Unidas. Cuando se redactó la Declaración Universal de los Derechos Humanos los delegados de muchos sistemas jurídicos se sentaron a formularla. Su objetivo común era muy vaga. Por supuesto, esto puede ser un problema en la aplicación de medidas internacionales debido fundamentalmente a las diferentes percepciones de las cuestiones regidas por ellos. Tomemos, por

legales para lograr unidad cuando el objetivo es fortalecer los Mercados de Valores⁶.
(Ver Hopt 2010:52-53); Véase también el Anexo 1 y 2.

Estas estructuras de gobierno son identificados con los Sistemas Jurídicos⁷, los cuales se constituyen como los armazones principales de los Estados, y que inevitablemente repercuten en su desarrollo Económico⁸. (Véase a Spamann 2009:1)

Dentro de los Sistemas Jurídicos⁹ los Mercados de Capitales son tratados multidisciplinariamente¹⁰ debido a la apertura global¹¹ de algunos mercados que

ejemplo, la sola frase: "El derecho a la vida familiar" ¿Puedes pensar en las diferentes percepciones de esto? (...)" (Ver Farran 2003)

⁵ Para dar un ejemplo cercano: el sistema jurídico peruano no es el mismo del sistema jurídico chileno, tampoco del brasileño, o del cualquier otro en Latinoamérica; aun cuando compartimos un mismo sistema jurídico general: *Civil Law*.

⁶ En particular, cuando se trata de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) "(...) puede darse igualmente el supuesto de que la sociedad tenga su domicilio social en un Estado miembro diferente al del mercado secundario en el que estén admitidas a negociación sus acciones. Ante esta situación cabían, *a priori*, dos opciones: someter la regulación de la oferta a una sola normativa (principio de unidad normativa) o un modelo fraccionado basado en la aplicación de varias normativas. La compleja realidad del régimen jurídico de las OPAs, que participa de aspectos de la normativa del mercado de valores, de derecho administrativo y de derecho de sociedades hace que sea difícil encontrar un punto de conexión único que resulte satisfactorio" (Ver Vives Ruiz 2008:177)

⁷ Hay coincidencia que dos de los sistemas jurídicos más resaltantes (en un sentido extenso) son: El Common Law y el Civil Law. "La mayoría de naciones actualmente siguen uno de las dos mayores tradiciones legales. El Common Law surgió en Inglaterra durante la era media y fue aplicada dentro de las comunidades británicas dispersas en los continentes. La tradición del Civil Law se desarrolló en el continente Europeo en el mismo tiempo, y fue aplicado en las colonias por los poderes de la Europa Imperial como España y Portugal" (Ver University of California at Berkeley 2010)

⁸ Cf. Actualmente el debate sobre el impacto de los Sistemas Jurídicos ha cobrado mayor trascendencia en las investigaciones económicas: "El conocimiento contemporáneo sobre Sistemas Jurídicos Comparados se encuentra extrañamente dividido. En una mano, los más sofisticados abogados comparativos afirman que actualmente hay poca o ninguna diferencia relevante entre el *Common Law* y el *Civil Law*, pues [comparten características fundamentales de lo que es conocido como] Sistema Legal, como es el caso de la Jurisprudencia frente a la Ley Estatutaria, la sistematización de la Ley o la permanente influencia del Derecho Romano, los cuales son los distintivos tradicionales entre el Common y el Civil Law. En la otra mano, una muy influyente literatura económica (...) precisa que empíricamente las reglas sustantivas en áreas de política económica van desde la protección al inversor a la conscripción militar, -y- difieren sistemáticamente entre los países del common y el civil law. (Spamann 2009:1)

⁹ Se puede ver en el siguiente ejemplo la interactúa entre el Sistema Jurídico junto a un Marco Institucional: ¿Le iría tan bien a un acreedor asegurado en Alemania a una determinada tarifa cuando el prestatario ha fallado, como a uno en Sri Lanka o Italia, cuando el valor de la garantía asumida es la misma en todos los casos? La Ley y la calidad de sus reglamentos son potencialmente importantes y determinantes de qué derechos tienen los titulares de valores y qué tan bien son protegidos estos derechos. Ya que la protección que los inversionistas reciben determina su disposición para financiar

buscan competitividad¹², liquidez y dinamismo frente a otros ya consolidados¹³. Para ello implementan regulaciones óptimas¹⁴, y reformas en sus Marcos Institucionales¹⁵.

a) El Marco Institucional y la Eficiencia de los Órganos Judiciales

Es aceptado que para lograr un Mercado de Capitales eficiente y correctamente orientado deben existir constantes mejoras en los factores endógenos (internos): como los avances en la tecnología financiera; y exógenos (externos):

la empresa; las finanzas corporativas pueden en forma crítica (o determinante) ser impulsadas por estas reglas legales y sus reglamentos. (Ver Vishny 1998:1114)

¹⁰ Por ejemplo, su interrelación con “la Economía [u] otra disciplina de las ciencias sociales, ya que solo se puede encontrar una respuesta adecuada cuando se combinan todas ellas en un gran trabajo interdisciplinar y de análisis comparado” (Ver Hopt 2010: 52-53)

¹¹ Debido al constante crecimiento de los Mercados de Capitales alrededor del mundo. Un ejemplo representativo del desarrollo de los Mercados de Capitales los podemos observar en las Bolsas de Estados Unidos. Los cuales afrontan también, los problemas propios que trae la globalización “[lo cual lleva consigo] que la regulación de mercado [sea] lo suficientemente [difícil a cargo de] una única agencia de Regulación (la Security and Exchange Commission).” (D. Cox, Willman, & C. Langevoort 2009: 1305)

¹² un caso reciente y más cercano es el MILA¹² del cual el Perú es miembro. El Mercado Integrado Latinoamericano, está conformado por el Perú, Colombia y Chile; y posiblemente pronto se integre México. (MILA 2011) ver www.milamercadointegrado.com; Bogotá, Lima, Santiago Dic. 5, 2011

¹³ Un ejemplo de esto lo podemos observar en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), frente a la Bolsa de Brasil (Bolsa de Valores de São Paulo o BOVESPA). Esta última es, en términos cuantitativos, más grande que las Bolsas de los Estados miembros del MILA juntos (Perú, Chile, Colombia). Y la diferencia en tamaño y tecnología se acrecienta cuando la comparamos con las grandes bolsas Americanas (NYSE – New York Stock Exchange), las Europeas (Bolsa de Madrid, o la Bolsa de Londres) o las Bolsas de Asia (Bolsa de Tokio, Shanghai Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange).

¹⁴ Estas regulaciones óptimas son posibles cuando se consideran los riesgos asociados al objeto de Regulación. Y dentro del Mercado de Capitales Cox, Willman y Langevoort lo explican así: “el riesgo significativo asociado con los mercados de valores internacionales están relacionados a las diferencias sustanciales entre naciones y mercados en: a) Regulación prudencial (v.g. las reglas de protección al inversionista, así como la disminución de requisitos o la salvaguarda contra la manipulación de mercados o los fraudes); b) Requisitos de Capital, prácticas contables, y otros factores relacionados a la integridad financiera de los profesionales en los mercados de capitales e intermediarios, corredores, compradores y vendedores de acciones; c) Márgenes de sistema son especialmente importantes porque ellos pueden implicar el riesgo sistemático para instituciones financieras que están implicadas en el mercado de muchos países” (2009:1306)

¹⁵ No obstante, aun cuando es evidente la necesidad de modificar un marco institucional, eso no significa que puede ser cambiado fácilmente. Al contrario, en algunos casos se busca mantener el sistema tradicional (a pesar de conocer sus deficiencias), o aún incluso, no tener la intención de mejorarlo. Esto es conocido como Resistencia sociológica. “El ejemplo tradicional de resistencia “sociológica” es un segmento de la industria bancaria de EEUU que difícilmente habría sobrevivido en un mercado bancario plenamente competitivo en ese país. Este segmento de la industria bancaria consiguió frenar cualquier iniciativa legislativa en su contra durante varias décadas, a pesar del convencimiento generalizado que el marco institucional de la industria bancaria de EE.UU no era el óptimo” (Ver Egea 2005:27)

como los cimientos institucionales que componen los mercados de capitales¹⁶; lo que en otras palabras significa que debe haber un progreso en el marco institucional del Sistema financiero para lograr eficiencia en los mercados de capitales.

b) Marco Institucional del Sistema Financiero y el Sistema Jurídico

Un marco institucional de un sistema financiero puede organizarse en cuatro grupos¹⁷, de los cuales, para los fines de esta investigación, el grupo a estudiar es el referido a los **elementos estructurales del sistema jurídico** compuesto por (1) el grado de respeto de los derechos de propiedad, (2) el derecho de la competencia, (3) el funcionamiento del sistema judicial, (4) la protección de los acreedores y de los accionistas minoritarios, (5) y el grado de intervencionismo de las autoridades públicas en el sistema financiero¹⁸; y se puede considerar además a (6) la honestidad de los funcionarios en el sistema judicial¹⁹.

¹⁶ (a) **Los factores Endógenos**: como los avances en la tecnología financiera. (b) **Los factores exógenos**: son los cimientos institucionales que determinan el comportamiento de los agentes del mercado, tanto públicos como privados. North, define estos cimientos institucionales como “las limitaciones humanamente ideadas que estructuran la interacción política, económica y social”. Los cimientos institucionales son complejos y no solo incluyen la normativa del mercado de valores. (Egea 2005:22).

¹⁷ “Un primer grupo está relacionado con la estructura macroeconómica de una economía y su influencia en el funcionamiento del sistema financiero. Concretamente la credibilidad a largo plazo de la **política económica de un país** es el principal factor exógeno que determina el comportamiento de los actores de un sistema financiero. **La estabilidad de precios o la estabilidad presupuestaria** forman parte de este grupo de factores institucionales. También forman parte de este grupo la estructura y regulación del ahorro en un país. Un segundo grupo engloba las **instituciones que aseguran la adecuada supervisión y regulación de los participantes en el sistema financiero**. Este grupo incluye toda la legislación relevante al sistema financiero, incluyendo la legislación bancaria y del mercado de valores. También incluye a los organismos supervisores y la organización de éstos. (El tercer grupo es mencionado en la sección que origina esta cita). Finalmente un cuarto grupo engloba las **instituciones que aseguran que el sistema financiero opera de manera eficiente** [resaltado agregado] y, en general, engloba al sistema de pagos de una economía” (Ver Egea 2005: 22-23)

¹⁸ Esto muestra que los sistemas financieros no están formados únicamente por la legislación bancaria y del mercado de valores, sino que reflejan todo el ordenamiento jurídico nacional, la eficiencia de sus tribunales, su historia económica y empresarial, sus tradiciones políticas heterogéneas. (Egea 2005: 23)

¹⁹ La ineficiencia Judicial tiene elevados costos en el Mercado de Créditos. Hasta aquí, estos costos nunca antes han sido medidos. Esta -investigación- toma la iniciativa en esa dirección analizando los efectos de la eficiencia judicial en la disponibilidad y el costo de crédito, usando un modelo de deudores oportunistas y la eficiencia de las cortes” (Ver Jappelli; Pagano; Bianco 2001: 17)

Estos elementos pueden ser evaluados desde la **eficiencia de los órganos judiciales**²⁰, a través de: (a) el grado de independencia judicial, y (b) el grado de corrupción del sistema judicial.

La Independencia Judicial (real, y no solo según los textos normativos) es medida a través de la efectividad de sus juicios a largo plazo, y el grado con que estos impactan en el comportamiento del gobierno²¹ (Feld & Voigt 2003), así como la independencia que muestren los jueces, los cuales muestran un impacto fuerte en el crecimiento del PBI, y en general en la economía (2003: 2); existiendo un mayor impacto en los países con sistema presidencialista que en los países con sistema parlamentarista. (2004: 3).

Así también, el Sistema Judicial con niveles de corrupción reducida²², es decir independiente e imparcial, tiene importantes consecuencias para el comercio, las inversiones y los mercados financieros²³.

²⁰ Se debe considerar como órganos judiciales a los tribunales judiciales o administrativos que en por sus respectivas sentencias afectan a la condición jurídicas de las personas (jurídicas o naturales) “(...) comienza a hablarse de “órganos” de producción general de derecho, y de “órganos” de aplicación de derecho, cuando se nombre a un individuo, o a un conjunto de individuos, para desempeñar la función legislativa, y a determinados individuos como jueces para la aplicación del derecho.” (Kelsen 1982: 166)

²¹ “Las economías prósperas de mercado dependen de Estados fuertes que aseguren los derechos de la propiedad privada y su transferencia voluntaria. Sin embargo, la fuerza de un Estado puede ser su más grande debilidad: si su fuerza para asegurar los derechos privados de libertad, podrían además disminuirlos e incluso expropiarlos de sus ciudadanos (...) Una simple promesa de honrar los derechos de propiedad privados in el futuro no serán creíbles: los ciudadanos saben que, después que ellos inviertan, el Estado tiene un incentivo para no guardar su palabra y para mantener a los ciudadanos arriba. En ese contexto, la independencia judicial podría hacer que todos los actores mejoren si es capaz de hacer que los representantes del Estado cumplan sus promesas, la inversión adicional (de capital físico y humano) podría llevar a ingresos mayores y al crecimiento, sino también mayores contribuciones tributarias.” (Ver Feld y Voigt 2003:1)

²² “Los niveles de sobornos [o coimas] son altos en algunos países que sufren de corrupción sistemática judicial (...) La percepción de corrupción en los órganos judiciales puede incidir tanto como la corrupción real, ya que ambas tienen el mismo en socavar la confianza pública en el sistema judicial. El poder judicial tiene mucho que ganar incrementando la transparencia de sus operaciones. (Ver Transparency International 2007)

²³ Cf. “Los sistemas judiciales que sufren de corrupción son generalmente encontrados en sociedades donde la corrupción es vigorosa en el sector público. Hay además más correlación entre niveles judiciales de corrupción y los niveles de crecimiento económico, desde las expectativas que los contratos serán honrados y los conflictos judiciales serán resueltos con justicia son vitales para las

ii) Protección Legal a los inversionistas

Actualmente los Estados dan énfasis a la protección de los inversionistas, pues conocen que una protección legal deficiente causa retraso al desarrollo de los mercados financieros²⁴. Aunque también conocen que una pobre protección a los inversionistas trae consigo una mayor participación del Estado en el control de las empresas, o el control de un determinado grupo económico conformado generalmente por familias²⁵, generándose así la concentración de acciones y la ausencia de separación entre la propiedad y la administración de la empresa²⁶. Y esto es el resultado de una pobre protección legal a los accionistas minoritarios²⁷.

Este exceso de concentración de acciones en un reducido número de personas promueve que quienes ostentan el control actúen principalmente en beneficio de ellos, y no siempre en interés de la minoría²⁸. Y aun cuando esta realidad se repite en

inversiones y apuntala el desarrollo empresarial y el crecimiento. Un independiente e imparcial sistema judicial tiene importantes consecuencias para el comercio, inversiones y los mercados financieros, en países tan diversos como China y Nigeria” (Ver Transparencia Internacional 2007).

²⁴ “Recientes investigaciones sugieren que una protección legal extendida para la protección legal a los inversores en un país se constituye como un importante determinante para el desarrollo de sus mercados financieros.. Donde las leyes son protectoras de inversores foráneos y bien aplicadas, los inversores tienen mayor disposición en financiar empresas, y los mercados financieros son amplios y más valiosos. En contraste, **donde las leyes no protegen a los inversores, el desarrollo de los mercados financieros se atrofia**” (Ver La Porta 1999:3)

²⁵ “[En] los países con mala protección a los accionistas (...) a veces [el] accionista [controlador] es el Estado, pero más a menudo se trata de una familia, por lo general el fundador de la Compañía o de sus descendientes.” (Ver La Porta 1999: 511)

²⁶ Los accionistas controladores suelen tener control sobre el flujo en efectivo de las empresas muy por encima de sus derechos. Esto es así, en parte, porque a menudo el control de las grandes empresas es a través de estructuras piramidales, y en parte debido a la gestión de las empresas que controlan. Como consecuencia de ello, las grandes empresas tienen un problema de la separación entre propiedad y control (...). Estas empresas no están a cargo por administradores profesionales sin participación en el capital, quienes son responsables ante los accionistas, sino que el control lo ostentan los accionistas [mayoritarios].” (1999: 511)

²⁷ Es decir, la ausencia de separación entre la gestión de la empresa y los accionistas muestra la existencia de concentración de accionariado “[la cual] responde a una pobre protección legal a los inversionistas minoritarios” (1999: 501-502).

²⁸ Teniéndose como evidencia que generalmente no menos del 69% de las veces, las familias que controlan las empresas también participan en el control de la misma [lo cual puede significar] que los accionistas controladores [no] actúan en interés de la minoría.” (1999: 512).

muchos Estados, la repercusión económica no es idéntica en todos ellos debido a las diferencias de estructuras legales y su aplicación²⁹.

iii) El efecto de las OPAs en el precio de las acciones

Los estudios realizados en España sobre los efectos de las OPAs en el precio de las acciones de las Sociedades Objetivo (Ver *Hussein-Issa Jrab, 1997, y Cachón Blanco 1999:232,239*) muestran que el precio esperado frente al lanzamiento de una OPA es que éste alcance un nivel de **muy elevado** en comparación a otros tipos de operación³⁰:

OPERACIONES	NIVEL DE PRECIO
Empresa en dificultades	Precio muy bajo
Negociación privada	Precio medio
Introducción en bolsa	Precio elevado
O.P.A.	Precio muy elevado

Fuente: *Hussein-Issa Jrab*

²⁹ “(...) las sistemáticas diferencias entre países en la estructura de leyes y su aplicación, tales como el origen histórico de sus leyes, [también] dan cuenta para la diferencia en el desarrollo económico [en cada Estado]”. (1999:3)

³⁰ “El simple rumor de una OPA suele tener un efecto alcista sobre la cotización de las acciones de tal sociedad porque hay inversores que desearían comprar esas acciones para luego acudir a la OPA y venderlas al precio de ésta, que es superior. Cuando se prepara una OPA, es importante tener en cuenta la normativa sobre informaciones privilegiadas e *insider trading*.” (Ver Cachón Blanco 1999:232)

CAPÍTULO III

PROBLEMA E HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

PROBLEMA DE LA INVESTIGACIÓN

La regulación de las OPAs en el Perú ha sido fuertemente influenciada por regulaciones foráneas, principalmente la española. La regulación española a su vez es influenciada por regulaciones de países con mercados más dinámicos. Y en todos ellos (quienes regulan las OPAs obligatorias) se busca dar protección a los inversionistas minoritarios. Pero la adaptación de una regulación foránea puede llegar a convertirse en un obstáculo para el fin que se persigue cuando una regulación no se adapta adecuadamente, o no es necesaria en determinada realidad. Si la regulación se ha adaptado exitosamente, es decir, alcanza la finalidad que persigue entonces se puede afirmar que dicha regulación es eficaz.

Esto es lo que se pretende saber respecto a la Regulación de las OPAs en el Perú; es decir, saber ¿cuán eficaz resultó la regulación de las OPAs en la protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano?

HIPÓTESIS

Se ha establecido como hipótesis que:

La regulación de las OPAs en la protección al inversionista en el Mercado de Capitales peruano es medianamente eficaz.

$$\forall (x,y,z) = \{(A_1(x) \wedge A_2(y) \wedge A_3(z) \rightarrow B_1)\} = M \neq L, N / (x \wedge y \wedge z) \in S$$

Dónde:

Variables independientes

A₁: El sistema judicial peruano y su libertad económica

A₂: Realidad del Mercado de Capitales Peruano

A₃: La Regulación de las OPA's en el Perú

Variable dependiente

B₁: La protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano.

L : Eficacia de la Regulación de las OPA, **Ineficaz.**

M : Eficacia de la Regulación de las OPA, Medianamente Eficaz.

N : Eficacia de la Regulación de las OPA, **Eficaz.**

S : Una sociedad determinada.

x: Sistema judicial peruano y su libertad económica

y: Realidad del Mercado de Capitales Peruano

z: Regulación de las OPA's en el Perú

CAPÍTULO IV DISEÑO DE PRUEBA DE HIPÓTESIS

a) Se revisarán las siguientes variables independientes, en el siguiente orden:

A₁ El sistema judicial peruano y su libertad económica

Se partirá analizando el sistema judicial peruano como elemento de su marco institucional financiero, para determinar si éste se constituye como un obstáculo para lograr un mercado de capitales peruano óptimo a través de una regulación eficaz.

A₂ Realidad del Mercado de Capitales Peruano

A continuación, se revisará la realidad del mercado de valores peruano para determinar que debido al exceso de concentración de acciones en una persona, o en un grupo de personas, y la ausencia de separación entre la gestión de la empresa y la propiedad de la misma evidencian un problema para lograr una regulación eficaz que proteja a los inversionistas.

A₃ La Regulación de las OPA's en el Perú

Por último, se analizará si del texto del Reglamento de las OPAs se observa una regulación clara que permita alcanzar la finalidad del Reglamento de las OPAs: La protección a los inversionistas.

b) Se observará el efecto de éstas variables independientes en:

B₁ La protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano

Esta protección se constituye como la finalidad del Reglamento de las OPAs. Esta protección será medida considerando:

(a) el precio de las acciones comunes luego de efectuarse una OPA, para conocer del beneficio alcanzado por los inversionistas con la prima de control.

Lo cual permitirá, además, saber si el efecto obtenido en la Regulación de las OPAs en el Perú, es igual o similar al efecto en la realidad del Mercado Español el cual influyó en la Regulación peruana.

Luego de este análisis se podrá determinar si la regulación de las OPAs es eficaz o no lo es, o si resultó ser medianamente eficaz. Para ello se considerará la probabilidad del reparto de la *prima de control*, así como la repercusión (o efecto) en el precio de las acciones de la Sociedad Objetivo al lanzarse una OPA.

El efecto en el precio de las acciones comunes de la sociedad objetivo, luego de lanzarse una OPA, puede repercutir en diversos niveles, a los cuales en esta investigación se las ha clasificado de la siguiente manera:

Efecto en el precio de las acciones comunes de la sociedad objetivo	Efecto Causado
El precio disminuye	Ineficaz
Precio aumenta parcialmente	Medianamente Eficaz
Precio Alto	Eficaz

CAPÍTULO IV

VALIDACIÓN DE LA HIPÓTESIS

A₁ El sistema judicial peruano y su libertad económica

a) El Sistema Judicial Peruano

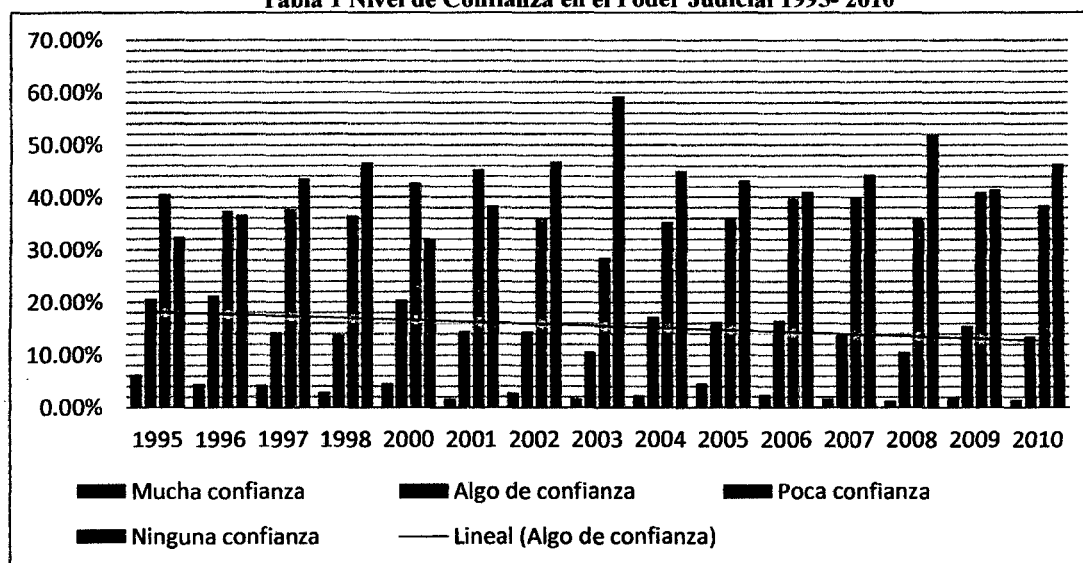
Consideraremos aquí una percepción interna (por parte de la población) y una percepción externa (por parte de organismos internacionales) respecto del sistema jurídico peruano el cual se constituye como un elemento del marco institucional financiero³¹.

La percepción actual de la población peruana respecto a su Sistema Judicial es clasificada como uno de los Sistemas Judiciales más corruptos³², ocupando un 2º lugar de 62 países (véase el Anexo 3). Esta percepción de la población se corrobora además cuando se observa el nivel de confianza de la población en el Poder Judicial; confianza que ha venido disminuyendo en los últimos 15 años (Ver Tabla 1, y el Anexo 4).

³¹ Véase la nota de pie de página N° 32

³² Véase en Global Corrupt Report 2007 – Corruption en Judicial Systems de Transparencia Internacional.

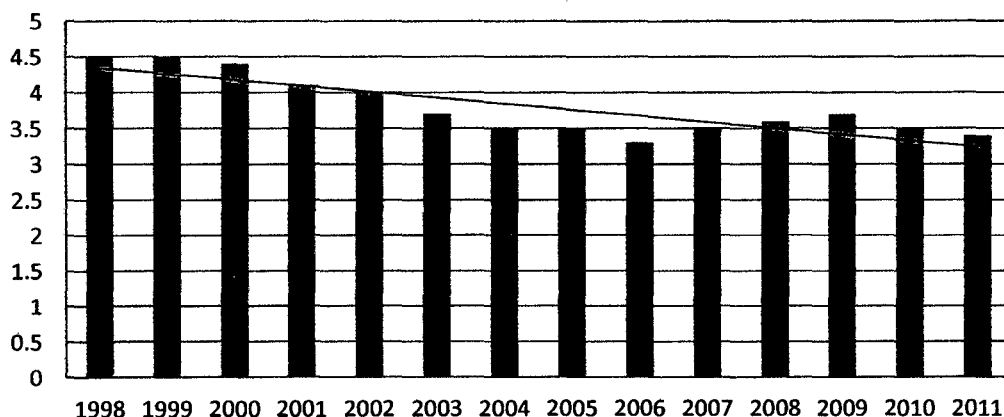
Tabla 1 Nivel de Confianza en el Poder Judicial 1995- 2010³³



Elaboración propia. Fuente: Latinobarómetro para los años 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010

Por su lado, la percepción que tiene el mundo respecto del sistema judicial peruano muestra también una clara tendencia de aumento de corrupción³⁴ (en la Tabla 2: cuando la tendencia disminuye, implica mayor corrupción):

Tabla 2 Índice de Percepción de Corrupción



Elaboración propia. Fuente Transparency International

³³ Elaboración propia. De: Latinobarómetro para los años 1995, 1996, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.

³⁴ Este índice de corrupción es medido en una escala de 0 a 10; donde cero representa corrupción total en un país, y 10 inexistencia de corrupción. No existe países en la actualidad con esas puntuaciones, pero sí casos particulares que se acercan a dichos extremos. Lo lamentable es que dos tercios de la población es considerada corrupta (Transparency International 2011).

Entonces, en tanto la tendencia de la desconfianza en el Poder Judicial aumenta, la percepción de corrupción en el Perú también aumenta. En otras palabras, se puede observar la correlación positiva entre la percepción de corrupción del Perú, y la desconfianza de su población en su Sistema Judicial.

b). La libertad económica peruana

El análisis de las Tablas anteriores revela la fuerte relación entre la percepción de corrupción y la corrupción en el sistema jurídico. No obstante, esta sola relación no muestra alguna repercusión sobre los inversionistas, a menos que se considere junto a ellos un estimador más: la Libertad Económica del Perú. La Libertad Económica es un estimador sobre la percepción del mundo, en este caso hacia el Perú, como atractivo o no para invertir

Para medir la Libertad Económica³⁵ en el Perú puede evaluarse dos de sus componentes: (a) **El imperio de la ley³⁶ en el Perú** medido a través del grado de protección del Derecho de Propiedad, y el grado de Libertad de Corrupción; (b) **La eficiencia regulatoria del Perú** medido a través del grado de libertad de empresa, y el grado de libertad monetaria.

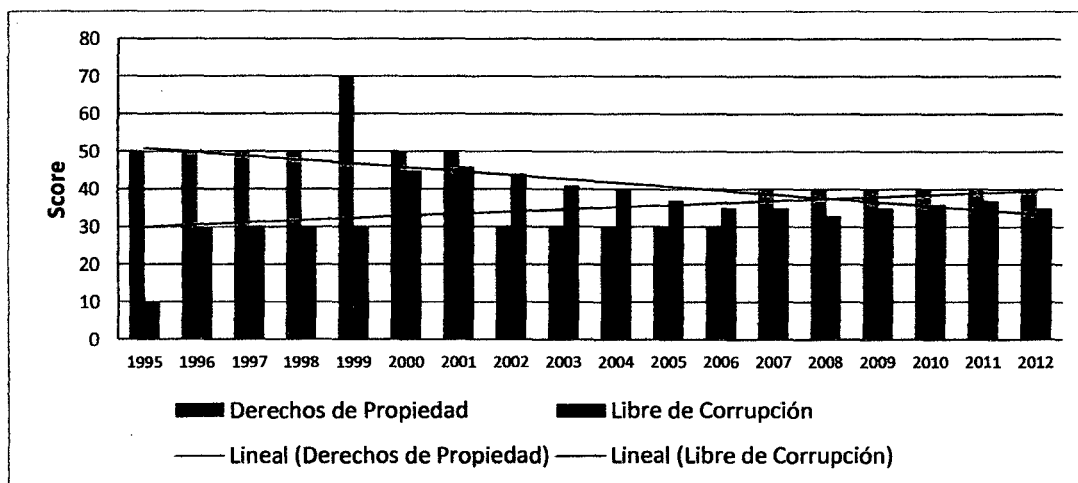
³⁵ “La Libertad de Economía es una condición o estado en el cual los individuos pueden actuar con autonomía mientras buscan los medios de subsistencia. Cualquier discusión sobre la libertad económica tiene en esencia la consideración de la relación entre los individuos y los gobiernos u otros grupos organizados”. (Heritage 2010)

³⁶ El imperio de la Ley se refleja, para los fines de nuestra investigación, en el en derecho de propiedad y la libertad de corrupción. El primero es un componente que es evaluado en la habilidad de los individuos para acumular propiedad privada, asegurada por leyes claras que son plenamente cumplidas por el Estado. Mide el grado con el cual las leyes de un país protege a los derechos de propiedad privada y el grado como el gobierno cumple esas leyes. También evalúa la probabilidad de que la propiedad privada será expropiada y se analiza la independencia del poder judicial, la existencia de corrupción dentro del poder judicial, y la capacidad de los individuos y las empresas para cumplir los contratos. El segundo, es un indicador recogido de acuerdo al índice de percepción de corrupción de Transparencia Internacional; está considerada por su importancia en el desarrollo económico, pues, como lo señala *Heritage* “la corrupción socava la libertad Económica al introducir la inseguridad y la incertidumbre en las relaciones económicas” Loc. cit.

(a) El Imperio de la Ley

Empecemos por la evaluación del imperio de la Ley en el Perú en los últimos 17 años a través del grado de protección del Derecho de Propiedad, y el grado de Libertad de Corrupción.

Tabla 3 Imperio de la Ley



Elaboración propia. Fuente: heritage.org

Se puede observar en la Tabla 3 que la protección al derecho de propiedad ha tenido un descenso, el mismo que se proyecta con una línea de tendencia a seguir disminuyendo; ubicándose por ello, actualmente en el nivel 40 lo cual significa que “ (i) el aparato judicial es altamente ineficiente, y los retrasos son demasiado prolongados que desalientan el uso del aparato judicial; (ii) que la corrupción está presente, y el sistema judicial es influenciado por otras ramas del gobierno; (iii) la expropiación es posible en perjuicio de los propietarios.” (Heritage 2010). Véase el Anexo 5.

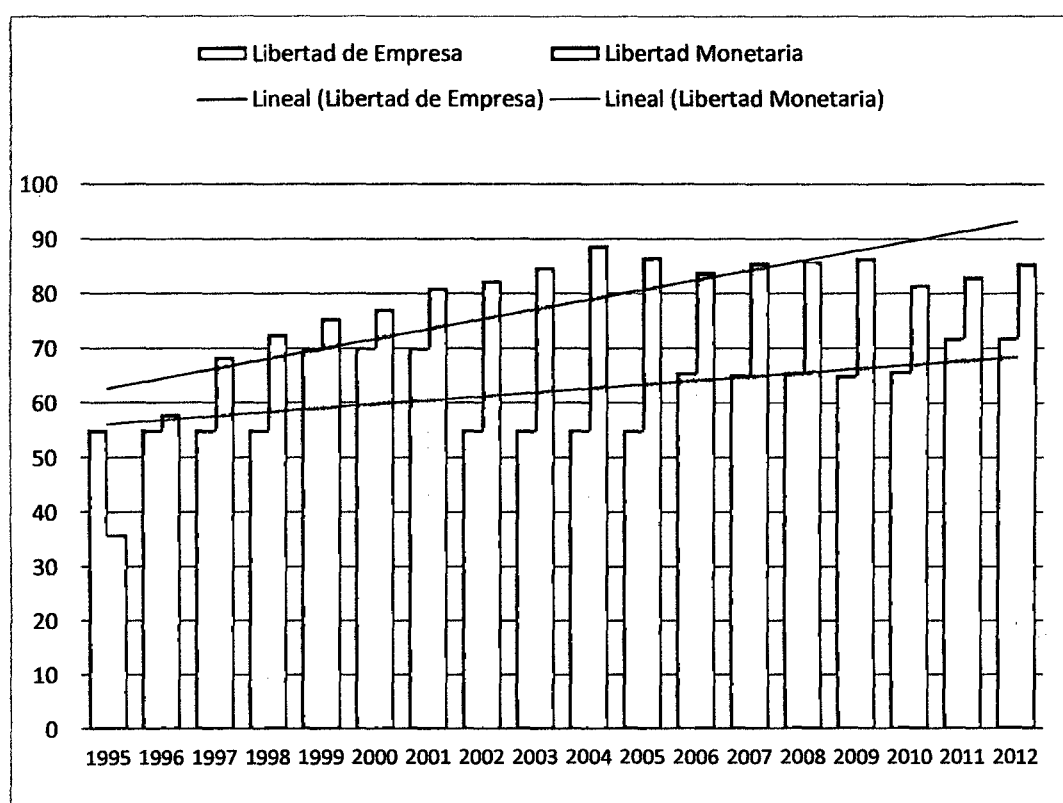
Se observa también en la Tabla 3 que el grado de *libertad de corrupción* en los últimos 12 años el Perú ha disminuido; es decir, menos libre de corrupción lo cual significa tener un Sistema Judicial más corrupto e ineficaz, así como una pobre protección al derecho de propiedad.

(b) La Eficiencia Regulatoria

La eficiencia regulatoria en el Perú es medida al considerar sus niveles de *libertad de empresa*³⁷ (que mide la eficiencia de los Estados en el proceso regulatorio), así como su *libertad monetaria*³⁸ (que mide la intervención del Estado en el control de precios).

En la Tabla 4, la libertad de Empresa y la Libertad Monetaria muestran una tendencia positiva. Es decir, se asume que el Perú ha avanzado en el proceso regulatorio del Mercado, y a avanzado en cuanto a una menor intervención en el control de precios; aspectos que favorecen el Mercado.

Tabla 4 Eficiencia Regulatoria



Elaboración propia. Fuente: heritage.org

³⁷ La libertad de empresa es una medida cuantitativa de la capacidad para **empezar, operar y cerrar un empresa** que representa la carga total de la regulación así como **la eficiencia del gobierno en el proceso regulatorio**. La puntuación de libertad de empresa para cada país es un número entre 0 y 100, donde 100 es equivalente al entorno más libre para negocios. *Ibidem*.

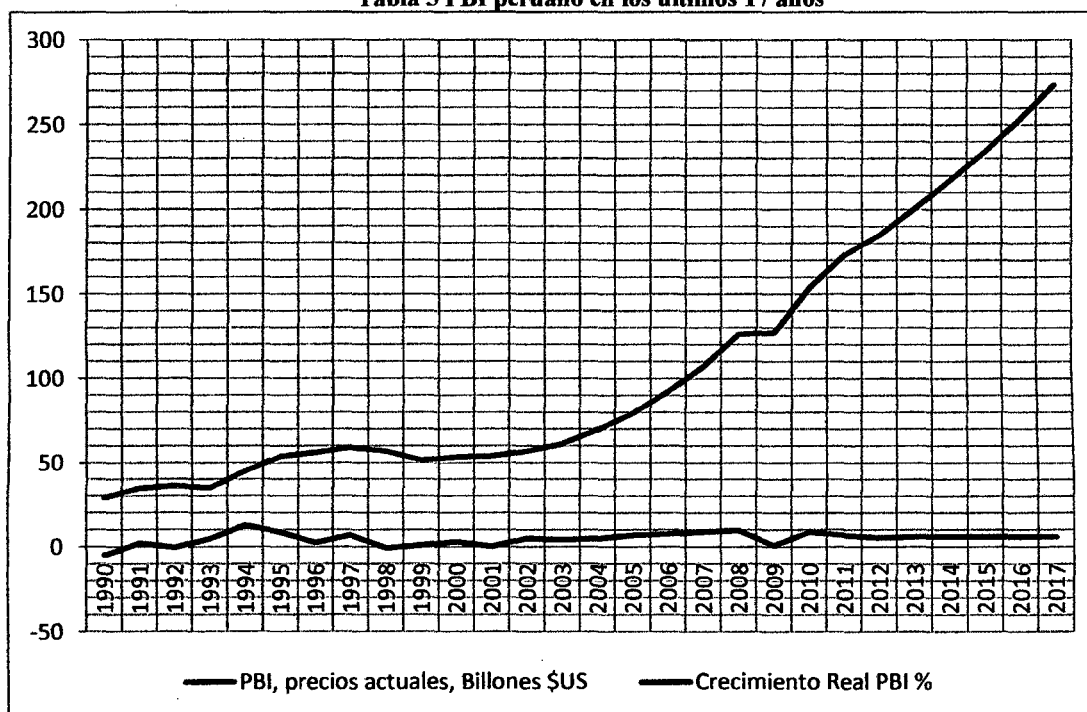
³⁸ La libertad monetaria combina una medida de estabilidad de precio con una evaluación del **control del precio**. Ambos, inflación y control de precios distorsionan la actividad del mercado. La estabilidad de precio sin la intervención microeconómica es el estado ideal para el libre Mercado.

Se puede concluir entonces de las Tablas 3 y 4 que mientras la Ley no impere, o su aplicación a través de los órganos judiciales sea débil debido a la corrupción, entonces, ésta se constituye como un obstáculo para el desarrollo del Mercado lo cual no será posible únicamente con mejoras en Regulación del Mercado; pues de existir menor corrupción en el Estado, junto órganos judiciales imparciales, y más predecible, el desarrollo del Mercado peruano³⁹ se incrementaría en vista el avance de la Eficiencia Regulatoria.

A manera de ilustración véase en la Tabla 5 el desarrollo del PBI en los últimos 17 años. Obsérvese que en el tramo 1995-2012 el PBI tuvo un crecimiento importante, y es en ese tramo de tiempo que el Perú mejoró en cuanto a su Eficiencia Regulatoria. Y la tendencia del crecimiento del PBI es positiva a pesar de los niveles de corrupción del Estado Peruano. Se infiere entonces, que con un Sistema Judicial imparcial, transparente, predecible y protector del derecho de propiedad el Perú sería más atractivo para invertir, y como resultado de esto, un incremento en el PBI.

³⁹ “(...) De Soto considera que el Derecho puede tenerse como la principal explicación de la diferencia de desarrollo entre los países industrializados y los que, como el nuestro, no los son. El subdesarrollo se originaría por el entrapamiento legal de la actividad productiva debido al divorcio y desfase entre el sistema jurídico y el sistema económico propiamente.” (Márcel Valcácer 2012)

Tabla 5 PBI peruano en los últimos 17 años



Elaboración Propia. Fuente: Knoema

A₂. El mercado de valores peruano

El Sistema Económico abarca al Sistema Financiero, y éste al Mercado de Capitales, por lo cual debe determinarse en primer lugar los rasgos generales del Sistema Económico del Perú, para luego evaluar los rasgos particulares del Mercado de Capitales peruano.

El sistema económico peruano es visto como un sistema autoritario⁴⁰, en atención a que se concentra la autoridad en una persona, lo cual luego resulta en absolutismo gubernamental⁴¹ que interviene y prevalece frente al Poder Legislativo y

⁴⁰ “(...) a pesar de la fuerte oposición de parte del gran economista del siglo XVIII Adam Smith y de todos los economistas clásicos que le siguieron, y de haber sido enterrado por el triunfo del mercado democrático del occidente, el autoritarismo sigue siendo el sistema económico predominante en el Perú del siglo XXI”

⁴¹ “La aceptación del poder supremo y englobador del Estado, (...) es la herencia de América Latina. El Derecho Romano y su derivado, el Código Napoleónico, que forman la base del sistema legal de América Latina exaltan la autoridad del Estado. A pesar de la resistencia exitosa de los latinoamericanos contra España, Portugal, y Francia durante las guerras de la independencia, la tradición del absolutismo gubernamental y la autoridad central del Estado como el factor decisivo en

al Poder Judicial, lo cual genera imparcialidad y corrupción en las instituciones que afecta a la población.

Esta característica del sistema económico peruano trae consigo otros fenómenos económicos que afectan a los inversionistas minoritarios; fenómenos como (a) la concentración del accionariado, y la (b) la ausencia de separación de la gestión y la propiedad de la empresa. Y estos son el problema fundamental de los mercados de valores, pues son condiciones para una escasa protección de los accionistas, y la existencia de un riesgo genérico de abuso o expropiación por parte de los accionistas significativos o de control. (Paz-Ares 2010:45)

Y no obstante los esfuerzos de solucionar el problema a través de reglas imperativas claras y precisas (Paz-Ares 2010: 44), este objetivo no se ha conseguido pues de acuerdo a experiencias pasadas las reformas legales no han logrado transformar ni el núcleo de la élite peruana⁴² ni su forma de organización en grupos económicos (...)”⁴³ (Figuroa 2001:42).

la vida humana (...) ensombrecen la vida moderna en América Latina, no solamente como una idea sino como una base para la acción.” (De Soto 2009)

⁴² “Un estudio clásico sobre la lógica de las élites es el de Nathaniel Leff (1978). Su argumento es que la organización industrial en el tercer mundo toma una forma particular: los *grupos económicos*. Un grupo económico es un grupo de familias que poseen un grupo de firmas en distintos sectores pero bajo un control empresarial y financiero común. Un grupo económico es una unidad económica. Las familias que conforman un grupo aportan capital, gerentes y empresarios.” Ídem pp. 31

⁴³ Ante esta realidad lleva a Adolfo Figuroa a recordar la Teoría de Leff : “En una sociedad sigma, los capitalistas se organizan en grupos económicos como respuesta a un contexto de ausencia de mercados o de poco desarrollo de los mercados de factores productivos (...) Una predicción de esta teoría es que en la sociedad sigma, la estructura industrial de la economía se compone de organizaciones multiformes y multifamiliar (...) Otra predicción se deriva de considerar el grado de apertura de la economía como un factor exógeno. Si la economía es abierta a la economía internacional la ausencia de mercados de los factores productivos desaparecerá como factor limitante en el desarrollo económico (...) esta teoría predice, en consecuencia, que una mayor apertura de la economía inducirá a la pérdida de importancia, que una mayor apertura de la economía inundará a la pérdida de importancia de la organización de la élite en la forma de grupos económicos. (Figuroa 2001 33,34)

a) Concentración del accionariado en el Mercado de capitales peruano

La concentración del accionariado en el Perú a través de los grupos económicos⁴⁴ y su permanencia en el tiempo⁴⁵ durante los cambios del Sistema Económico peruano ha tenido especial atención en las últimas décadas.

En los 80's los grupos económicos en el Perú se encontraban bajo un sistema económico proteccionista y de escasa apertura a la competencia globalizada; y en los 90's se encontraron ante una economía con apertura a la competencia global en igualdad de condiciones entre empresas peruanas y extranjeras. (Lumbreras 2010).

Algunos grupos económicos de los 80's⁴⁶ “sobrevivieron” a las reformas económicas de los 90's⁴⁷, y en ambos periodos tan solo las empresas pertenecientes a estos grupos económicos, que no eran más del 10% del total de las empresas privadas en el Perú, representaban más del 50.00% de los ingresos totales.(Figueroa 2001: 39-45). Y ya para el año 2000 surgieron nuevos grupos económicos⁴⁸ (Lumbreras 2012) que mantienen la concentración de accionariado semejantes a los grupos económicos tradicionales⁴⁹.

⁴⁴ ¿Qué es un grupo económico?. Según la Comisión Nacional de Empresas y Valores del Perú (ahora llamada Superintendencia del Mercado de Valores), un grupo económico es “el conjunto de personas jurídicas, cualquiera sea su actividad u objeto social, que están sujetas al control de una misma persona natural o de un mismo conjunto de personas naturales” (Lumbreras 2012)

⁴⁵ Las investigaciones de Adolfo Figueroa en “Reformas de sociedades desiguales” 2001; Enrique Vásquez en “Estrategias del Poder: Grupos Económicos en el Perú” 2000, muestran a detalle la permanencia de los principales grupos económicos en el Perú, así como su influencia en la Economía peruana.

⁴⁶ siendo los diez mayores grupos económicos: Bresia, Bentin, Lanata, Romero, Nicolini, Pinasco, Benavides, Wiese y Gildemeister. (Figueroa 2001:39)

⁴⁷ Conformados por las siguientes familias: Benavides, Bentin, Brescia, Delgado Parker, Ferreyros, Piaggio, Nicolini, Piazza, Picasso, Raffo, Romero y Wiese. Las empresas debilitadas por las reformas económicas que no supieron afrontar el cambio fueron Piaggio y Nicolini. Ídem pp. 41

⁴⁸ Ejemplos de emprendimiento familiar como los Añaño, Huancaruna, Oviedo, Torvisco, Flores y Sandoval que aprovecharon las oportunidades que ofrecía el mercado globalizado, y que a diferencia de los grupos económicos tradicionales heredaban sumas cuantiosas posicionarse como tales, aquellos supieron aprovechar las oportunidades que trajeron las reformas económicas. (Lumbreras 2010)

⁴⁹ Vale aquí hacer un breve comentario: Si la concentración del accionariado es una realidad presente en todo el mundo por qué preocuparse tanto por esta realidad. La razón es porque estos grandes grupos económicos pueden influenciar en las regulaciones, y de esta manera obtener ventajas frente a

Actualmente los grupos económicos más importantes son:

Ranking	Grupo	Ingresos US\$ (año 2010)	País de origen	Principal sector en el Perú	Principal(es) empresa(s) en el Perú
1	Romero	6,520,000,000	Perú	Varios	Alicorp, Credicorp (participación), Palmesa, Primax, Prima AFP, Ramsa, Santa Sofía Puertos
2	Repsol	49,000,000,000	España	Hidrocarburos	Relapasa
3	Breca (Brescia) ⁵⁰	3,500,000,000	Perú	Varios	TASA, Rimac, Intursa, Minsur
4	Telefónica	3,300,000,000	España	Telecom	Telefónica del Perú
5	Grupo México (Southern)	3,240,000,000	México	Minería	Southern Perú
6	Interbank	2,770,000,000	Perú	Varios	Interbank, Supermercados Peruanos, Tiendas Peruanas, IFH Pharma
7	Buenaventura	2,670,000,000	Perú	Minería	Cía. de Minas Buenaventura, Minera Yanacocha (participación)
8	Pluspetrol	2,200,000,000	Argentina	Hidrocarburos	Pluspetrol Camisea, Pluspetrol Norte
9	Gloria	2,200,000,000	Perú	Lácteos, cemento	Gloria, Yura
10	Falabella	1,800,000,000	Chile	Retail	Saga Falabella
11	Xstrata	1,700,000,000	Suiza	Minería	Xstrata Tintaya
12	Graña y Montero	1,600,000,000	Perú	Construcción	GyM, GMI, GMV
13	BBVA	1,400,000,000	España	Finanzas	BBVA Banco Continental
14	Votorantim	1,350,000,000	Brasil	Minería	Milpo, Atacocha, Votorantim Cajamarquilla
15	Barrick	1,230,000,000	Estados Unidos	Minería	Barrick Misquichilca
16	Backus (SABMiller)	1,220,000,000	Inglaterra-Sudáfrica	Bebidas	UCP Backus & Johnston
17	Scotiabank	1,180,000,000	Canadá	Finanzas	Scotiabank
18	Endesa	1,140,000,000	España	Energía	Edegel, Edelnor
19	Hochschild	1,040,000,000	Perú	Minería, Cemento	Cía. Minera Ares, Cementos Pacasmayo
20	Slim (Claro)	1,030,000,000	México	Telecom	América Móvil
21	Ferreyros	990,000,000	Perú	Maquinaria	Ferrycorp

otros inversionistas u Compañías. Es decir, no se estaría regulando buscando equidad o protección de muchos pero que aún incluso juntos no podrían hacer frente a los grupos concentrados.

⁵⁰ Recientemente el grupo Brescia adquirió el 100% de CST Resources por US\$505 millones (El Comercio, 2012)

22	Cencosud	890,000,000	Chile	Retail	E. Wong, Metro
23	Rizo Patrón	813,000,000	Perú	Cementos	Cementos Lima
24	CAA	774,000,000	Perú	Metalurgia	Corporación Aceros Arequipa
25	Ripley	661,000,000	Chile	Retail	Tiendas por Departamento Ripley
26	San Fernando	616,000,000	Perú	Avicola	San Fernando
27	Linkley	600,000,000	Perú	Bebidas	Corporación Lindley
28	Wiese	515,000,000	Perú	Varios	Invita, A y F Wiese, Holding Plaza
29	Fierro	510,000,000	España	Varios	Destilerías Unidas, Quimtia, Sinea, Fosforera Peruana
30	GDF Suez	412,000,000	Francia	Energía	Enersur

Fuente: Gruposeconomicos.blogstop.com

Frente a la concentración de accionariado el inversionista minoritario es vulnerable, no obstante, una regulación que no se ajuste a la realidad puede obstaculizar el desarrollo del Mercado de Capitales del Perú, y además no lograr su cometido el cual es proteger al inversionista minoritario⁵¹.

b) Ausencia de la separación de la gestión y la propiedad de la empresa

La consecuencia inmediata de la concentración de accionariado en las compañías que listan en bolsa (Sociedades Anónimas)⁵² es la ausencia de separación entre la gestión y la propiedad de la empresa. Pues ante la concentración de acciones

⁵¹ La necesidad de proteger a los inversionistas frente a potenciales abusos, como consecuencia de la concentración del accionariado, constituye uno de los retos más grandes que legisladores, reguladores y privados afrontan actualmente. En un contexto donde la competitividad para atraer capitales es el rasgo dominante, soluciones de todo tipo parecen estar a la orden del día con la finalidad de consolidar mercados de valores líquidos, seguros y estables. Curiosamente, la mayoría de estas soluciones son aparentemente creativas pero, como es usual en propuestas aceleradas, la línea de fondo está constituida por cascarones carentes de contenido y de protección efectiva de los inversionistas. Principalmente, ello se debe a la copia sistemática de modelos foráneos y a la incomprensión del enigma planteado: ¿Cómo proteger verdaderamente a los inversionistas en ámbitos donde imperan la concentración del accionariado y la ausencia de separación de la gestión y la propiedad? (Postigo Bazán 2011)

⁵² en sociedades de este tipo, el capital está disperso entre una multitud de accionistas, de modo que ninguno supervisa la dirección de la empresa. Se desprende, entonces, que en tal contexto, los accionistas asumen riesgos mientras que los directores y la plana ejecutiva controlan la toma de decisiones sin participar sustancialmente en el capital. (Ver Postigo Bazán 2011: 197)

es el accionista mayoritario quien administra la empresa o lo deja en manos de sus familiares lo cual no significa que siempre actúen en interés de la minoría.

No obstante, en una compañía con accionariado difundido, ante la multitud de accionistas, y ante la dificultad de todos ellos en supervisar la administración de la compañía, se delega la administración de ésta a personas especialmente contratadas para dicho fin (Salinas Sergio 1996), y son ellos quienes toman las decisiones sobre bienes ajenos; y los accionistas son quienes sufren las consecuencias de tales decisiones en términos financieros (Postigo Bazán 2011: 196, 197)

Para ilustrar este punto obsérvese que en 2005 CERVESUR informó sobre su estructura accionaria, reportando que solo un accionista tenía en su propiedad el 98.44% del total de las acciones. Lo cual sugiere que es este accionista quien establece las reglas de juego en la empresa a través del directorio que éste designa y controla.⁵³ (Véase ésta y otras memorias anuales en el Anexo 9)

Se puede concluir, entonces, que existen en el mercado de capitales peruano evidentes signos de concentración de accionariado en una persona, o pequeño grupo de personas (que conforman grupos económicos), y por consecuencia de dicha

⁵³ Ejemplos como el descrito puede encontrarse en las memorias anuales de las empresas que listan en Bolsa de Valores de Lima, así como en los Boletines Diarios que publica la Bolsa de Valores de Lima como en el siguiente: “[Comunicado de] Unión de cervecías peruanas Backus y Johnston S.A.A para adquirir los valores de la Compañía Cervecera del Sur del Perú S.A. S.A.B. de la siguiente manera: “[Valores a adquirir, máximos y mínimos]: A través de la presente OPA el Oferente pretende adquirir el 100% de las Acciones, es decir 21’834,969 Acciones, pero en todo caso no menos del 89.05% de éstas, equivalente a 19’443,792 Acciones. En tal sentido, la oferta se encuentra condicionada a la adquisición de cómo mínimo el 89.05% de las Acciones. En caso que el Emisor emitiera Acciones correspondientes a la capitalización del ajuste de capital o de las utilidades en el curso de la OPA, el número máximo y mínimo de valores a los que se extenderá la OPA se entenderá referido, respectivamente, al número total de acciones emitidas por el Emisor y al número de Acciones que corresponda al 89.05% de ellas.” (Ver BVL 2000).

concentración, se observa la ausencia de separación de la gestión y la propiedad de la empresa. Por tanto, se observa que el Mercado de Capitales peruano presenta estos dos problemas que permiten las condiciones para una escasa protección de los accionistas, y la existencia de un riesgo genérico de abuso o expropiación por parte de los accionistas significativos o de control. Y de esta manera, aun cuando se regule en el texto de la norma de una clara y se recojan los principios fundamentales de transparencia y protección al inversionista, no se logrará dicho cometido ante la realidad descrita. Es decir, bajo esas condiciones, no será posible alcanzar una regulación completamente eficaz que proteja a los inversionistas.

A3. Regulación de las OPAS en el Perú

Se pretende aquí determinar si los principios que sostienen a la Regulación de los Mercados de Capitales han sido desarrollados en el contenido del Reglamento de las OPAS; principios tales como:

(a) La Transparencia, que busca se proporcione información clara, oportuna y suficiente a los inversionistas; y

(b) La Igualdad, que busca dar protección a los inversionistas, particularmente a los inversionistas minoritarios.

Con estos principios se pretende lograr que en la regulación bursátil se cuente con procedimientos claros y transparentes que redunden en protección del inversor (Álvarez Molina 1999).

Estos principios deben ser interpretados sistémicamente; de tal manera que si en un Mercado hay transparencia, pero no hay igualdad de trato entre los accionistas no puede hablarse de un mercado eficiente. Es decir, considerar un principio desconociendo otro, equivale a desconocer la finalidad de los Mercados de Capitales el cual es garantizar su correcto funcionamiento, así como descuidar su labor tuitiva a los inversionistas.

El Perú ha desarrollado una serie de regulaciones bajo la consideración que las tomas de control pueden llegar a perjudican a los inversionistas minoritarios. Por lo cual, ha instaurado una única forma para alcanzar el control: la OPA obligatoria⁵⁴; y esto con el propósito de lograr mayor transparencia y un trato igualitario entre los accionistas en el marco de un mercado más globalizado⁵⁵ y dinámico⁵⁶.

El ofrecimiento público para adquirir acciones —es decir, cuando se “lanza” una OPA— se hace posible cuando se adquiere o se pretende adquirir a un precio

⁵⁴ Mientras en otros países, como Estados Unidos, se ha regulado la toma de control considerando la libertad para efectuar o no una OPA, siempre y cuando se cumpla con proporcionar la información necesaria para de establecer el contenido básico de las ofertas (Ver Sala I Andrés 2000:46-58)

⁵⁵ Y es el mercado globalizado una de las motivaciones principales que lleva a los países a realizar reformas en el régimen jurídico para lograr “una realidad normativa (...), acorde con las nuevas premisas estructurales de nuestros mercados financieros y, muy en particular, en su contexto de estrecha correlación y apertura a una mayor integración en un marco de mercado más globalizado.” (Ver Mínguez Prieto 2009:45)

⁵⁶ Por ejemplo en España en solo 3 años, entre 1988 y 1991, se formularon 40 OPA’s mostrando así la importancia de este instrumento de control, y solo en 1991 y 1992 se formularon 30 y 20 OPA’s respectivamente ¿Las razones? Son varias, y aunque responden a la realidad de España, también responde a la realidad económica actual del Perú, aspectos como la intensa actividad económica que dinamiza el mercado de control, la concentración empresarial necesaria para conseguir una dimensión competitiva, la reorganización de importantes sectores económico (como el eléctrico o cementero) el aumento de la inversión extranjera y una nueva regulación permiten condiciones adecuadas que favorecen al Mercado de Capitales. Convirtiéndose las OPA’s en un fenómeno frecuente en el mundo económico y en vía normal de actuación en los mercados de valores españoles (Ver De Cárdenas Smith 1993:23)

determinado (conocido como *prima de control*⁵⁷) una participación significativa dentro de una empresa que lista en Bolsa, creándose así las condiciones para cambiar las bases o “reglas del juego” que rigen a la empresa⁵⁸ (Molina Álvares 1999: 62,63) para tomar el control de la empresa o reforzar el control de la misma⁵⁹. Constituyéndose la OPA como un mecanismo de defensa del pequeño accionista o inversor frente a desigualdades o cambios de rumbo perjudiciales para su posición en que podría colocarlo el accionista mayoritario. (Ver Álvares de Molina 1999:94)

El Reglamento vigente⁶⁰ de las OPAs ha sufrido cambios positivos⁶¹ los cuales responden en primer lugar, a la experiencia ganada por el CONASEV en la

⁵⁷ Por prima de control se conoce aquel sobreprecio respecto al valor del mercado pagado por un sujeto al adquirir acciones que le confieren el control de una sociedad; esto es, el abono de “un precio superior al que resultaría de la suma de los valores individuales de las distintas acciones que integran” un paquete de control.(Ver García de Enterría 1996: 171)

⁵⁸ Las OPAs también son consideradas como “[un] 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” (De Cárdenas Smith, 1993:31) // “Oferta Pública de Adquisición mediante la cual se posibilita a una o varias personas (físicas o jurídicas) anunciar públicamente a todos los accionistas de una sociedad el compromiso de adquirir los títulos de ésta (durante un período de tiempo determinado) mediante dinero o títulos, a un precio superior al de mercado.” (Ver Bagur & Boned 2001: 20)

⁵⁹ Mediante el control dentro del ámbito societario se busca, generalmente, alcanzar una mejor organización, así como mejores resultados económicos de una empresa con potencial económico, pero (según quienes toman el control) no se está consiguiendo todo el beneficio que aquella tiene. O en otros casos se busca un mejor posicionamiento en el Mercado, impedir el desarrollo de la competencia, o lograr mejorar la productividad y reducir costos tomando el control de otras compañías. Ejemplos de esto lo observamos cuando escuchamos noticias de las grandes compañías, como Facebook Inc. que pretende comprar a WhatsApp para lograr dos objetivos: (1) alcanzar mejor posicionamiento en el dominio de las redes sociales; e (2) impedir que surja una compañía que pueda significar un riesgo para su continuo crecimiento, o pueda ser absorbida o controlada por aquella, o incluso llevarla a la quiebra. Y no es la primera vez que Facebook pretende esto, pues en Abril de 2012, concretizó la compra de Instagram por US\$ 1.000 millones (Isla 2012). Un caso más cercano lo observamos en el Grupo Gloria el cual compró por US\$ 88 millones de dólares a la Azucarera Cartavio (Perú21 2007), y de esta manera incrementar su rentabilidad y aminorar sus costos de producción.

⁶⁰ Nos referimos aquí Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de compra de valores por Exclusión, aprobado mediante Resolución CONASEV 009-2006-EF-94.10

⁶¹ “Uno de los principales cambios en relación con la regulación anterior es la definición de participación significativa (artículo 1 inciso 16), concepto clave para la determinación de la obligación

emisión de los antiguos Reglamentos⁶², que ha permitido alcanzar mayor claridad en la redacción en algunos casos. Y esto en parte también porque el Perú ha recibido influencia importante de la regulación española, la cual actualmente es un referente importante para actualizar la normativa peruana en materia bursátil⁶³; no obstante esta influencia puede constituirse en un riesgo cuando no se regula en función a la realidad, y solo se realiza trasplantes legales de realidades foráneas; por ello, a continuación se analizará el tratamiento legal a las OPAs en el reglamento vigente. (Véase también acerca de los antecedentes de la CONASEV y las Ofertas Públicas en el Anexo 12)

Observaciones al Tratamiento Legal de las OPAs

a) En cuanto a la definición de las OPAs

El desarrollo legal de las OPAs ha sido recogido, principalmente, en el Texto Único Legal de la Ley de Mercado de Valores⁶⁴, así como en el Reglamento vigente de las OPAs⁶⁵. Y en ambas el tratamiento dado a las OPAs no se muestra con

de efectuar OPA. Dicha definición, además de recoger íntegramente el concepto que mantiene el reglamento [derogado], incorpora como supuestos adicionales que originan la obligación de formular OPA, la adquisición de una cantidad de acciones o la potestad de ejercer los derechos políticos de acciones en una proporción tal que en cualquiera de los supuestos le permita: i) remover o designar la mayoría de los directores, o ii) modificar los estatutos de la sociedad.” Véase la exposición de motivos del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión

⁶² Dentro de un marco de política de transparencia y divulgación de proyectos, en este Reglamento de OPA, a diferencia de los anteriores, la CONASEV publicó por 30 días calendario el proyecto del Reglamento de OPA con el fin de recoger y analizar todos los comentarios efectuados por el público los que posteriormente fueron analizados, y gran parte de ellos acogidos en el nuevo reglamento. Sobre la Consulta ciudadana a éste último Reglamento de OPA, véase la exposición de motivos del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión de la Resoluciones CONASEV N°s. 009-2006-EF/94.10.

⁶³ En general, la influencia en Latinoamérica proviene de España y Francia. No debemos desconocer, entonces que el Perú ha tenido una fuerte influencia del Derecho Bursátil Español, y este como muchos otros países de habla hispana tuvieron una influencia importante en la reglamentación francesa (Ver Sala I Andrés 2000:84-86)

⁶⁴ Aprobado mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF

⁶⁵ Aprobado, como se señaló anteriormente, mediante Resolución de CONASEV N° 009-2006-EF-94.10

claridad, al no definirse a la OPA en sus supuestos de hecho y de derecho. Lo cual obliga a indagar en todo el reglamento el alcance legal de lo que significa una OPA, además de recurrir a la doctrina la cual no realiza un análisis exegético de la norma, sino uno, principalmente es crítico (en el caso de la doctrina peruana); o recurrir a la doctrina extranjera la cual realiza análisis exegéticos pero no sobre las OPAs según el tratamiento legal peruano. Evidenciándose así que en cuanto a la definición de la OPA en los cuerpos legales peruanos no se ha seguido lo desarrollado en la regulación que influye en éste: a saber, la regulación española⁶⁶.

Por consiguiente, se observa aquí que no se dado la debida atención al principio de transparencia puesto que éste implica hacer lo más claro posible los supuestos de hecho, de derecho de las figuras jurídicas, además de promover la obtención de información oportuna, suficiente, y verdadera. Por consiguiente, no se puede alcanzar una regulación eficaz en el ámbito de las Ofertas Públicas cuando se omite precisar sus supuestos de hecho y de derecho.

b) En cuanto a la participación Significativa y la Prima de Control

Este Reglamento pone énfasis al concepto de participación significativa, y a las condiciones para ser considerada como tal, así como el concepto de prima de control, marcando así una distinción respecto a los Reglamentos de OPA's anteriores. Precisándose que "la OPA tiene como propósito garantizar que, cuando se

⁶⁶ «El artículo 1.1 [del Real Decreto 1197/1992, de 26 de julio] establece que: "toda persona, física o jurídica (en lo sucesivo, "oferente"), que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una Sociedad (en lo sucesivo, "sociedad afectada"), cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en Bolsa de Valores, u otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, "warrants" o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquellas, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la Sociedad emisora de dichos valores, títulos o instrumentos no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el presente Real Decreto"»

produzca una adquisición o incremento de participación significativa, todos los accionistas puedan participar en la prima que con tal motivo se pueda ofrecer.”⁶⁷

Haciéndose obligatorio lanzar una OPA cuando se pretende adquirir o se adquiriera participación significativa en forma directa o indirectamente⁶⁸; es decir, cuando se alcance o supere el 25%, 50% ó 60% en el capital social de la sociedad objetivo, ya sea se trate de (a) adquisición de acciones, (b) cesión de derechos políticos, (c) obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto, o (d) cualquier de clase de valores con derecho a voto o susceptibles de otorgar derecho a voto⁶⁹.

Y esta obligación de efectuar una OPA se genera al margen de si efectivamente se ejercen los derechos políticos; lo que verdaderamente importa es que se tenga únicamente la potestad de ejercerlos, con lo cual se posibilita la facultad de (1) remover a la mayoría de directores, y de (2) modificar sus estatutos⁷⁰.

No obstante, esto ha traído consigo críticas a la regulación de las OPAs obligatorias, pues ha hecho que las transacciones de cambio de control sean más costosas, limitando el intercambio de recursos y generando una situación ineficiente

⁶⁷ Tal como lo señala el Artículo 1° del Reglamento de OPA vigente, líneas arriba indicado

⁶⁸ El Artículo 7° del Reglamento de OPA prescribe que “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.”

⁶⁹ De acuerdo a lo establecido en su Artículo 3° del Reglamento de la OPA.

⁷⁰ Véase primer punto de la exposición de motivos del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (Resoluciones CONASEV N°s. 009-2006-EF/94.10 y 020-2006-EF/94.10)

en términos económicos⁷¹, y perjudicando además al accionista minoritario, en la medida que el costo de adquisición desincentiva el número de transacciones de control. (Sala I Andrés 2000:133)

En efecto, al configurarse el supuesto de hecho (adquisición de participación significativa) el adquirente tiene que efectuar una OPA aun cuando el monto adquirido sea mínimo, y aun cuando no exista una prima de control. Lo cual implica una contradicción a la finalidad de la Regulación de las OPAs la cual busca proteger a los inversionistas dándoles la oportunidad que puedan participar de la prima de control en igualdad de condiciones.

Para ilustrar este punto, la Compañía Backus adquirió en forma directa e indirecta más del 60% de las acciones de la empresa Vidrios Planos, por lo cual estuvo obligada a efectuar una OPA de las acciones de los accionistas minoritarios que representaba no más del 1.42% del capital. Backus solicitó a la CONASEV se les exceptuara de la obligación de efectuar una OPA en atención al porcentaje a adquirirse dando como posibilidad la colocación de una orden de compra; esta solicitud fue denegada por la CONASEV disponiéndose se efectúe la OPA en forma inmediata en conformidad a las normas legales vigentes; para lo cual Backus dispuso la contratación de una empresa valorizadora para la adquisición del 1.42% del capital de la sociedad objetivo. (Véase también el Anexo 8)

⁷¹ Dichos costos se evidencian en la contratación de abogados, bancos de inversión, auditores, etcétera, así como en el alto costo de oportunidad en que incurre el mismo personal de la empresa. (Ver Postigo Bazán 2010)

Se observa entonces un fiel cumplimiento al Reglamento de las OPAs, lo cual implica, para las sociedades adquirientes, un esfuerzo económico considerable para poder efectuar una OPA. Se deduciría que el obligar a las empresas a efectuar OPAs cada vez que se adquiere participación significativa se está cumpliendo con la finalidad del Reglamento, el cual es, dar protección al inversionista minoritario, y por consiguiente se estaría favoreciendo al mercado de capitales peruano.

El razonamiento lógico empleado es correcto; no obstante, si se considera que la discusión gira en torno a la distribución de la prima de control en condiciones iguales para los accionistas de control como para los accionistas minoritarios el panorama cambia. Debido a que al imponer una carga (económica) al adquiriente se está buscando proteger el derecho de los accionistas minoritarios para **garantizar** que participen en igualdad de condiciones (frente a los accionistas controladores) de la prima de control, es decir, para que se beneficien del “sobreprecio” ofrecido para adquirir el control de la empresa. La obligación de efectuar una OPA es el costo para garantizar la participación de los inversionistas minoritarios en la prima de control.

Pero en la mayoría de los casos no existe “sobreprecio”, no hay ofrecimiento real de una prima de control. Por tanto, se cumple con lo exigido por el Reglamento de las OPAs, pero no se alcanza su objetivo, y por consiguiente, la norma no resulta eficaz. No justificándose por tanto el costo que implica efectuar una OPA.

Sin embargo, se puede pretender discutir que el Reglamento no asegura que exista una prima de control. Pero esto solo agrava el problema, ya que la razón de esta regulación giró en torno, no solo para promover transparencia, sino

principalmente en **garantizar** la participación en la prima de control. Y si se logra reglamentar la OPA obligatoria, para garantizar la prima de control **que se pueda presentar**, se está pervirtiendo la finalidad originalmente concebida⁷².

c) En cuanto a la contraprestación para adquirir acciones de control

La regulación de las OPAs peruana ha recibido influencia directa de la Regulación de las OPAs en España⁷³. No obstante, no se evidencia los criterios técnicos que sugieran una adaptación de dicha regulación a la realidad peruana. Por ejemplo en el Real artículo 9º del Real Decreto 1066/2007, respecto a las primas de control (conocido también como precio equitativo) que corresponde “**el precio más elevado** que el oferente o personas que actúen concertadamente con el que hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los **12 meses previos al anuncio de la OPA [resaltado agregado]**” (Vives Ruiz 2008:228).

No obstante, en el Reglamento de OPAs vigente peruano no se señala un valor mínimo como contraprestación para quienes se dirige la OPA; pero sí establece

⁷² Afirmamos esto ya que esta finalidad es perseguida por la regulación española en cuanto a las OPAs, la cual influyó directamente en la Regulación de las OPAs en el Perú. “Tal y como señaló la propia CNMV en su memoria correspondiente al ejercicio 2000, en relación a la normativa derogada, los objetivos básicos de la regulación española en materias de OPAs, que se configuró como un marco específico para canalizar ordenadamente las operaciones de toma de control o de adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, eran dos: por unan parte crear un régimen de transparencia que proporcionase a los accionistas o titulares de los valores efectuados la información imprescindible para adoptar una decisión razonada sobre la operación que se les propone. Por otro, garantizar un trato igualitario a todos los accionistas y titulares de los valores afectados, al exigir que la prima de control se distribuyese de forma no discriminatoria entre todos ellos”. (Ver Vives Ruiz 2008:173,174)

⁷³ “El antecedente directo de la experiencia regulatoria peruana en esta materia, al modelo español, el cual, bajo las premisas ante descritas, ha consagrado un sistema de OPA obligatoria mediante la promulgación de la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988 y el Real Decreto 1197/1991” (Ver Postigo Bazán 2010:209)

respecto a las Ofertas Públicas de Compra⁷⁴ (OPC) que “el precio ofrecido (...) deberá ser mayor o igual a: (a) la cotización o **precio promedio** ponderado del valor durante los tres **meses inmediatamente previos** [resaltado agregado] a la presentación de la solicitud [de Oferta Pública de Compra] (...)”

España, así como los otros países influenciados por el Sistema Británico en cuanto a las OPAs han determinado que el valor de la contraprestación no sea menor al precio superior en los doce meses anteriores a la solicitud. Esto es razonable, pues ante la posibilidad de ceder el control de la Sociedad Objetivo a la sociedad oferente es conveniente que quienes cedan dicho control tengan un beneficio económico por dicho acto, puesto que hablamos en dejar el control en manos de otra compañía. Y regular en este sentido es correcto puesto que se asegura que en cualquiera de los casos el inversionista recibirá un beneficio económico teniéndose como referente el precio mayor de la acción. Cuando esto no sucede el riesgo de tomar una decisión y caer en error es mayor. Esto se puede demostrar considerando el comportamiento de los inversionistas. Aun cuando el Tribunal administrativo de la SMV toma sus decisiones bajo el supuesto que el inversionistas es racional o sensato⁷⁵.

⁷⁴ El Artículo 31 de la Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10 (Reglamento vigente) señala que “la OPC se realiza con el propósito de otorgar el derecho de separación de la sociedad a aquellos inversionistas que se consideren afectados por (i) la decisión de la sociedad de excluir el valor del Registro o del mecanismo centralizado de negociación en donde se encuentre inscrito el valor; o por (ii) cualquier acuerdo o decisión societaria que tenga un efecto económico igual o equivalente al de la exclusión, sin estar de acuerdo en ambos, con dicha decisión, o sin haber participado en ella”.

⁷⁵ Es decir, un inversionista “sensato, que se caracteriza en general, por no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, no es un profesional en la materia, aunque no cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento en el mercado y de las normas que lo regulan, es suficientemente consciente del riesgo que éste implica, medita antes de tomar una decisión de inversión adoptando precauciones razonables y dedica un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general, al manejo de sus inversiones” (Ver CONASEV 2002)

Pero ello, puede convertirse en una excusa para no regular en favor los inversionistas minoritarios. Pues se sabe que todos, ni en todas las circunstancias los inversionistas actuarán en el ideal de racionalidad y sensatez, pues el comportamiento de los inversionistas muchas veces está influenciado por la temor que provoca la incertidumbre, las circunstancias que la rodean, rumores en torno a ello, e incluso aspectos psicológicos del inversionista; y si a esto le sumamos que los inversionistas son conscientes de la realidad de nuestro Mercado, y lo frecuente que resultan los cambios en la norma, que ya no se puede estar al 100 por 100 seguro de los pro o contra que traerá determinado acto.

Se debe considerar que la regulación con respecto a las OPAs en el Perú ha sido influenciado por España, y éste por el Sistema Británico, nuestra regulación no considera ni justifica las razones técnicas por las cuales no se ha establecido contraprestación en las OPAs, o sea el promedio de los precios de los tres últimos meses (en el caso de la OPC), cuando en los modelos regulativos que influyen en el Perú consideran como contraprestación al mayor precio en los últimos 12 meses.

Entonces, cuando no se analizan los criterios técnicos normativos para la adopción de una reglamentación en particular, no se puede hablar de una regulación eficaz; los fundamentos técnicos normativos, tampoco fueron considerados en la exposición de motivos del Reglamento de OPA peruano vigente.

d) En cuanto al Informe del Directorio ante una OPA

El desarrollo normativo en el Reglamento de las OPA's vigente⁷⁶, entre sus innovaciones está la obligación al directorio, o al órgano de Administración, a emitir “un informe fundamentando indicando las ventajas y desventajas de aceptar la OPA formulada, detallando sus observaciones a favor y en contra⁷⁷” así como cualquier tipo de información relevante para la decisión a ser tomada por los destinatarios de la oferta⁷⁸.

No es nuestro objetivo aquí abundar sobre este punto, pero sí plantearnos ¿Qué es lo que sucedería ante una OPA Hostil⁷⁹? Ya que el Directorio [en el caso de presentarse la OPA Hostil] se opondría a cualquier intento de OPA ¿Podría Directorio con completa imparcialidad fundamente sobre las ventajas y desventajas de la OPA lanzada sobre la Sociedad que administran, y que además provocará un cambio en los miembros del Directorio?

⁷⁶ El proyecto de éste Reglamento vigente fue puesto a consulta ciudadana durante 30 días, para que luego de estudiar las propuestas, y realizar las respectivas correcciones, se aprobara y publicara oficialmente.

⁷⁷ Este Informe, según lo establece la norma, debe ser firmado por el Presidente del Directorio o, cuando corresponda, por el Gerente General y ser puesto en conocimiento del CONASEV y de la bolsa respectiva para su divulgación, y de esta manera ponerla a disposición de los interesados, pudiéndose usar otras formas de difusión que la sociedad objetivo considere convenientes.

⁷⁸ E información referida a: (a) La información relativa a la existencia de algún acuerdo entre el ofertante y la sociedad objetivo y/o los miembros de sus órganos de administración y/o los accionistas de la sociedad objetivo; (b) La información proporcionada por los miembros del Directorio, el Gerente General o los principales ejecutivos de la sociedad objetivo, que pudiera implicar la existencia de cualquier conflicto de interés, actual o potencial, que pudieran tener respecto de la oferta. (c) Las observaciones o reparos, y su respectivo sustento que hubiere formulado cualquier director, respecto de las ventajas y desventajas de aceptar la OPA.” En conformidad al Artículo 15 del Reglamento de OPA del año 2006.

⁷⁹ Las OPAs hostiles no han sido desarrolladas ampliamente en el Perú; y las que se han presentado han dado origen a largas batallas legales, precisamente porque no fueron reguladas oportunamente por la Ley de Mercado de Valores como la registrada en el año 2000 cuando la Compañía Minera Milpo S.A.A. lanzó una OPA sobre la Compañía Minera Atacocha S.A.A. (Payet Puccio, 2010); “Actualmente, Atacocha forma parte del Grupo Milpo como subsidiaria indirecta de Compañía Minera Milpo S.A.A., la cual posee 88.19% de las acciones representativas con derecho a voto, a través de Milpo Andina Perú S.A.C” (MILPO S.A.A.) Una OPA hostil es la forma como la Sociedad Opante busca adquirir a la Sociedad Objetivo aún en contra de la opinión del Directorio.

Las OPAs hostiles⁸⁰ no han recibido tratamiento legal, mostrando con ello que **la ausencia de Regulación puede ocasionar perjuicio** a los inversionistas. No afirmamos por ello, que no deben existir las OPAs hostiles, pues éstas son una expresión clara de un mercado dinámico. No obstante, debido a que el Perú se caracteriza por reflejar una fuerte concentración de acciones en pocas manos no es frecuente que se presenten OPAs hostiles; pero al hacerlo genera “batallas” legales que demandan mucho tiempo y dinero, y por tanto una afectación a los inversionistas. Dichos conflictos legales pueden ser evitados cuando la norma es clara sobre el alcance, o los efectos ante determinados actos (ante supuestos de OPAs hostiles, por ejemplo) en el Mercado de Capitales.⁸¹

e) En cuanto a la Oportunidad de las OPAs

La Ley señala dos momentos: las OPAs *a posteriori* y las OPAs *a priori*. En cuanto a las OPAs *a posteriori*, se consideran supuestos de hecho tanto en el Artículo 6° y en el Artículo 8° del Reglamento⁸², No obstante, no se evidencia la razón

⁸⁰ Las ofertas públicas de adquisición (OPA) pueden ser amistosas (cuando hay acuerdo entre oferente y [la] sociedad afectada) u hostiles (no hay tal acuerdo). En este segundo caso, la sociedad afectada suele reaccionar contra la OPA, intentando que ésta no tenga éxito. [a estas se les] denominan “medidas de defensa”. (Cachón Blanco 1999:239) // Las medidas anti-OPA frecuentemente pretenden impedir que los accionistas se pronuncien sobre el precio ofertado y con frecuencia no son medidas de defensa de la sociedad (que revertirían en ventaja para todos los accionistas), sino medidas de autodefensa de los administradores o del grupo de control cuya situación puede tras la OPA. (Cachón Blanco 1999:245)

⁸¹ Para mayor abundamiento sobre el tema se puede revisar la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 035-2002-EF/94.12 sobre la denuncia contra MILPO S.A.A. por emitir una OPA hostil, publicada en el diario el Peruano el 07 de julio de 2012.

⁸² El Artículo 6° [Oportunidad de la OPA] del Reglamento establece que “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. [Del Reglamento de la OPA] 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.” Así mismo, el Artículo 8° [OPA Posterior] del Reglamento precisa

técnica, o de otra índole, para señalar los momentos de las OPAs en dos artículos diferentes.

Para ser más precisos. El literal (iii) del Artículo 6° señala que “*la OPA deberá llevarse a cabo [en forma posterior] a través del procedimiento señalado en el Art. 8*”; no obstante, en dicho artículo se indica que “*la adquisición o incremento de participación significativa puede acarrear la obligación de formular una OPA posterior.*”(Subrayado agregado). Como se puede ver, mientras el Art. 6° se señala en forma imperativa que se debe realizar una OPA posterior a través del procedimiento señalado en el Art. 8, en éste Artículo se la deja como una potestad del adquirente para realizarla o no. Esto puede llevar a equivocación o demora, cuando se consulte a la SMV sobre el sentido y alcance de estos artículos.

Por tanto, la Regulación de las OPAs en el Perú no refuerza adecuadamente los intereses de los accionistas. Tampoco ha establecido todas las condiciones necesarias para que los inversionistas se sientan en mayor libertad de decidir sobre el cambio de control en la Compañía, puesto que decidir sobre la incertidumbre de tener o no, una efectiva protección antes eventuales perjuicios económicos debido a una regulación que no es clara en cuanto a la protección y garantías que deben gozar los inversionistas minoritarios. Aunque se promueve transparencia, la regulación de las OPAs resulta costoso, lo cual desincentiva el mercado de control perjudicando al mercado y a los inversionistas.

que “*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.”*

B₁ La protección del inversionista en el Mercado de Capitales

peruano

En adelante se medirá la repercusión de la Regulación de las OPAs en el Perú, medible en el precio⁸³ de las acciones antes, durante y después de ser presentada la OPA.

Para efectos de esta investigación, dicha repercusión será positiva si la OPA significó un aumento en el precio de las acciones de la *Sociedad Objetivo*. O, será negativa si la OPA causó que el precio de la acción disminuya. Por último se considera que el efecto es neutro si la OPA no afectó el precio de las acciones de la *Sociedad Objetivo*.

Se realizará el análisis sobre Acciones Comunes de las *Sociedades Objetivo* que han tenido resultado exitoso. Por ello, se revisará el precio de la acción en el día que fue lanzada la OPA y el día en que concluye. Además se la observará 15 días antes y después de lanzada la OPA, y 15 días después de quedar concluida. Por lo

⁸³ “Por valor entendemos aquella cualidad convencional del objeto que le es atribuida como consecuencia de un cálculo o de una peritación. El valor no es un hecho sino una opinión. El precio, es decir, el precio pagado efectivamente como consecuencia de una transacción, o la cotización bursátil, al contrario que el valor, es un hecho tangible, un dato real. Puede ocurrir que el precio pagado sea considerado una locura en relación con el valor considerado razonable. Esto no impide que el precio pagado sea un hecho mientras que el valor, por importante que sea, no tendrá más consistencia que la de una opinión. El valor, es por tanto, el resultado de un enfoque teórico que puede limitarse a realizar una simple comparación o recurrir a una referencia, o por el contrario, puede ser el resultado de un cálculo más o menos complejo realizado mediante la aplicación de un método o de una fórmula. El valor busca su apoyo en un fundamento lógico o matemático lo más riguroso posible. Busca la objetividad, la neutralidad y la independencia frente a las partes, las relaciones de fuerza en el mercado e, incluso, la propia situación de éste. El valor así determinado no seguirá siempre a un mercado que se dispara, lo que no deja de plantear delicados problemas doctrinales y técnicos.” (Hussein-Issa Jrab 1997:54)

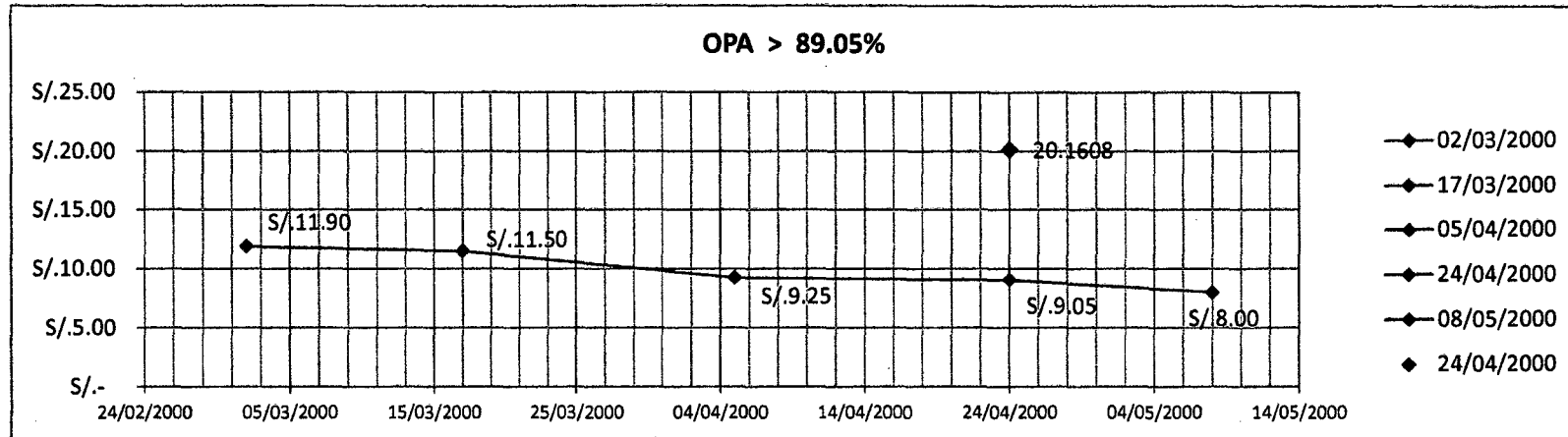
que se revisarán las Ofertas Públicas de Adquisición del año 2000 al 2011 (Véase también el Anexo 7).

De esa manera, no solo observaremos la repercusión en el precio de la acción antes y después de efectuada una OPA, sino también podremos observar si realmente existió un beneficio para los inversionistas (principalmente en los inversionistas minoritarios) en la propuesta de las primas de control. Y de esta manera llegar a conocer si el efecto obtenido en el modelo peruano, es igual o similar al modelo en el cual fue inspirado: el modelo español.

Y para ello, se considerará la repercusión teniendo en cuenta la siguiente clasificación:

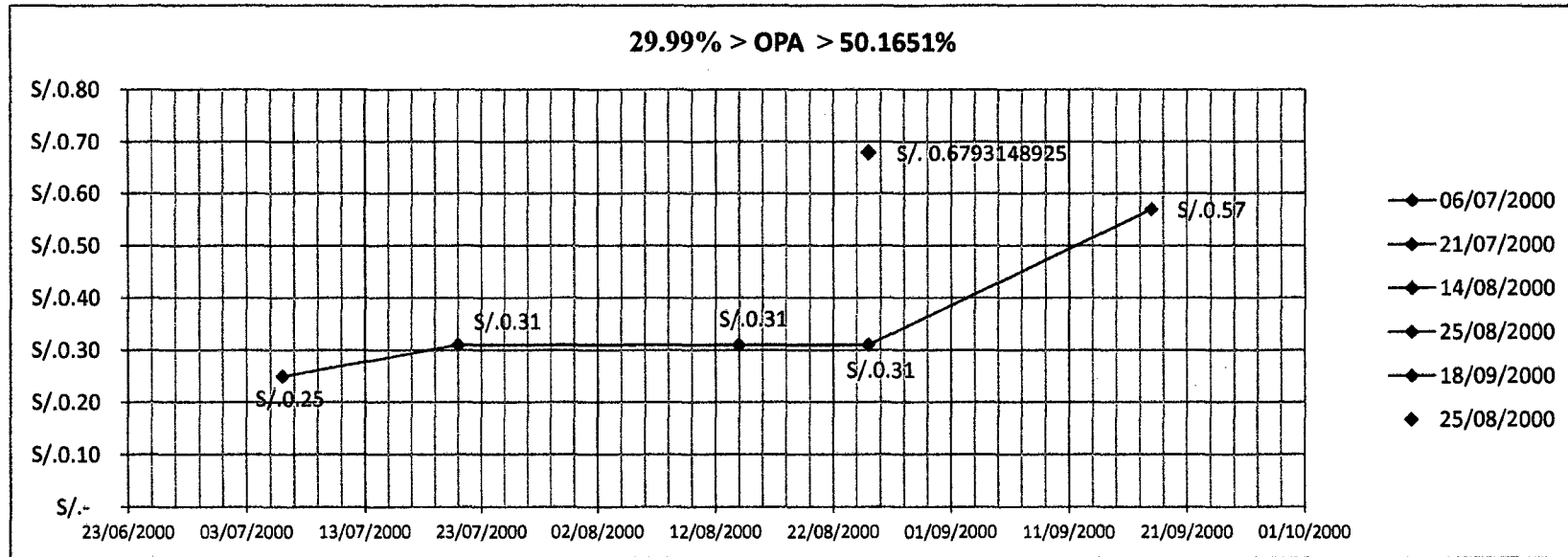
Óptimo	Cuando: Rentabilidad $\geq 51\%$
Bueno	Cuando: $26\% \leq \text{Rentabilidad} \leq 50\%$
Regular	Cuando: $6\% \leq \text{Rentabilidad} \leq 25\%$
Insignificante	Cuando: $1\% \leq \text{Rentabilidad} \leq 5\%$
*. * (Neutros)	Cuando: 0%
Malo	Cuando: Rentabilidad $\leq 0\%$

Tabla 6 Compañía Cervecera del Perú S.A. - 2000



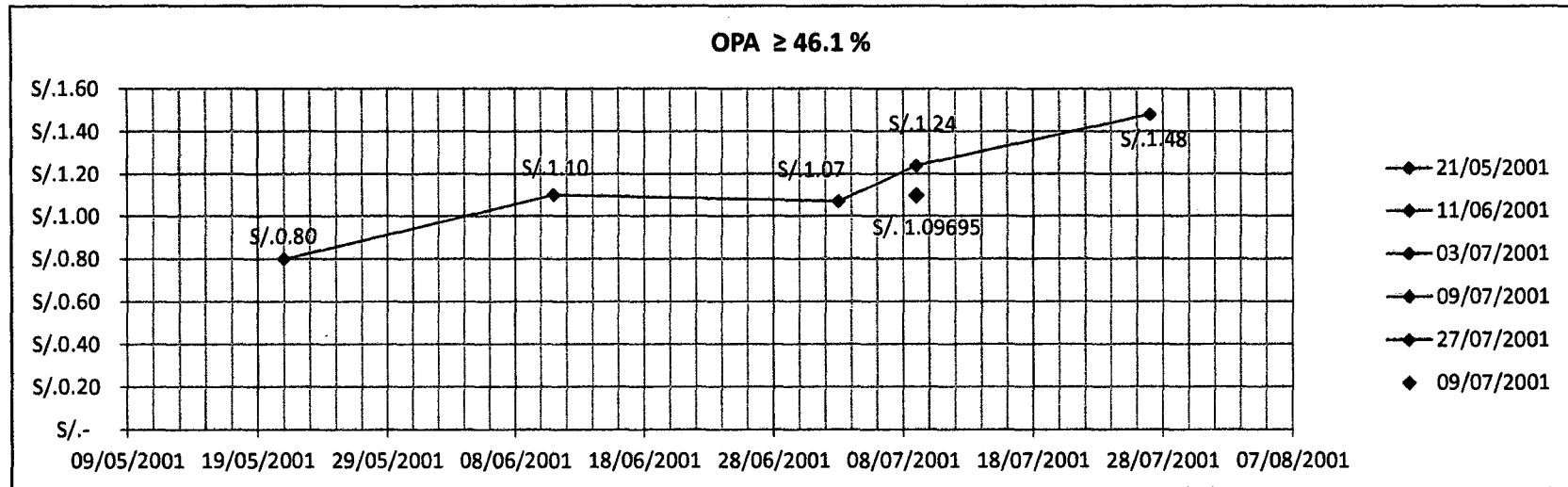
Podemos observar aquí que el valor de la acción al inicio de la OPA (17/03/2000) experimenta una disminución de su valor, durante el tramo de medición, del precio de la acción. Disminuyendo de un valor de S/. 11.90 [a 15 días antes del inicio de la OPA] a S/. 8.00 [a 15 después de efectuarse la OPA]. Aquí podemos observar que la OPA no significó un progreso para el valor de la acción. Por tanto, quienes no vendieron estas acciones además de no beneficiarse de la prima de control que se hubiese conseguido, además sufrieron un perjuicio ante la disminución del precio de la acción. Por consiguiente, podemos observar un efecto negativo en perjuicio de los inversionistas. Claro que esto puede deberse a factores ajenos al lanzamiento de la OPA (por razones políticas o macroeconómicas, por ejemplo), pero indistintamente de ello, la OPA no generó ningún incentivo positivo para que el precio de las acciones suba. Al contrario en este caso, la rentabilidad durante la vigencia de la OPA la rentabilidad de la acción disminuyó un 30%, desde que se lanzó la OPA.

Tabla 7 Inmobiliaria Pariachi S.A. - 2000



Aquí encontramos un efecto distinto al mostrado en el cuadro anterior. Pues a 15 días del inicio de la OPA el precio de la acción empieza experimentar un incremento importante. Empezando, como se puede observar, con un precio de S/. 0.25 y terminando [a 15 días después de efectuarse la OPA] con un precio ascendente a S/. 0.57. Experimentándose un incremento del valor de la acción (en nuestro tramo de medición) mayor a un 100%. De la misma manera, el precio ofrecido mediante la OPA en comparación al precio de la acción en el mercado era superior hasta en un 100%. Por consiguiente, observamos que se experimentó un efecto positivo en el precio de la acción, que benefició a quienes no vendieron las acciones en objetivo. Y en atención al cuadro de medición, el precio obtuvo un efecto óptimo al haber obtenido un incremento de 128% por cada acción.

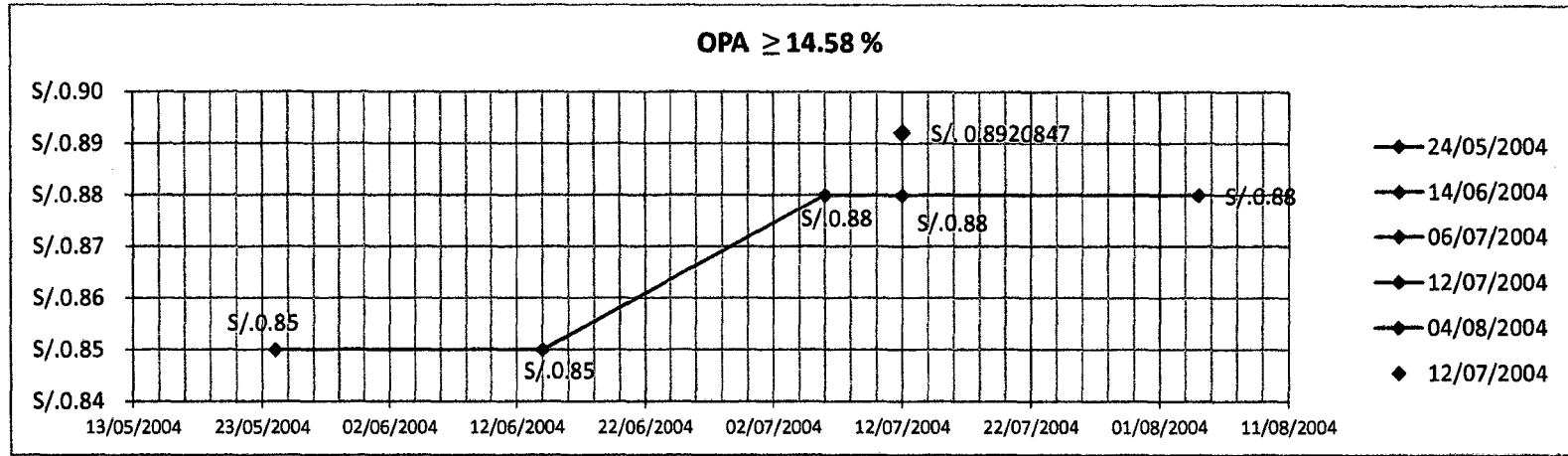
Tabla 8 Compañía Minera Atacocha S.A. - 2001



Una consecuencia semejante a la mostrada en el cuadro anterior se puede observar aquí. Pero con una variante distinta: el precio ofrecido es inferior al precio de la acción en el mercado. Es más, como se puede apreciar, luego de efectuada la OPA el precio de la acción continúa aumentando. Debemos destacar que aquí no existe prima de control, sino al contrario, el precio ofrecido incluso es menor al precio registrado al inicio de la OPA. He incluso puede decirse que la OPA fue un incentivo para el aumento del precio de la acción, no obstante, para los inversionistas no era conveniente aceptar la oferta, puesto significaría un perjuicio para los titulares de dichas acciones. Aquí se puede observar un incremento porcentual de 85% de la rentabilidad de la acción con respecto al precio cuando fue lanzada la OPA. Cabe destacar, no obstante, que no hubo prima de control.

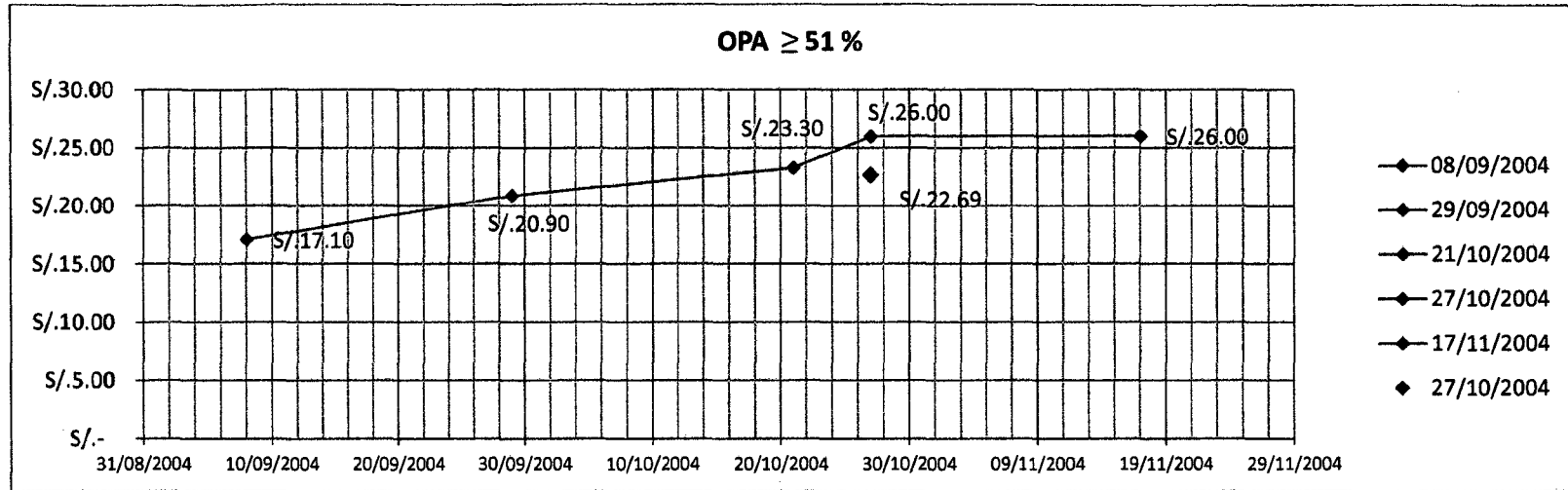
Es importante señalar que esta OPA fue considerada como la primera OPA hostil en el Perú.

Tabla 9 Embotelladora Latinoamericana S.A. 2004



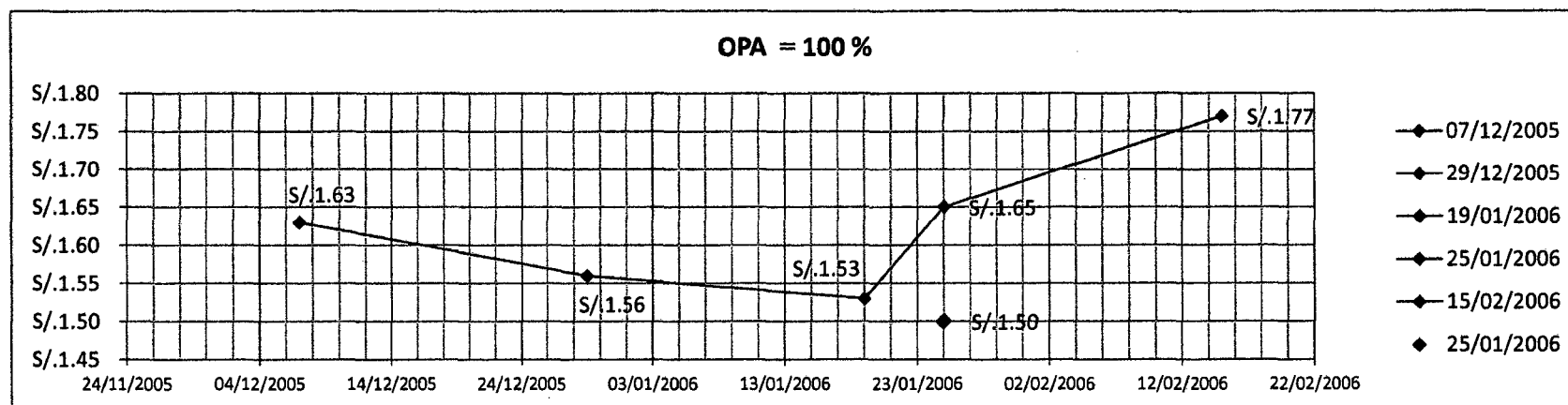
En este caso se puede observar que la oferta supera al precio en el inicio de la OPA (14/06/2004), no obstante, en términos porcentuales la prima de control no resulta ser positiva (no más del 1.35% tomando el valor de la oferta y el precio de la acción el día que se efectúa la OPA, y 4.72% si consideramos al precio de la acción al inicio de la OPA). Y aun cuando el precio ofrecido es mayor al del momento en que culmina el plazo de la OPA, dicho monto agregado (prima) resulta ser insignificante, y de igual manera el incremento porcentual de la rentabilidad de la acción.

Tabla 10 Compañía Minera Milpo S.A.A. - 2004



Las acciones de Minera Milpo son afectadas positivamente ante el anuncio de la OPA, cerrando el precio de dichas acciones por encima del monto ofrecido por la Sociedad Opante. Terminando con una rentabilidad óptima, alrededor de 52% con respecto al precio de la acción cuando se anunció la OPA. Cabe señalar que si bien es cierto se ofrece comprar las acciones de control a un precio superior, dicho plus no es —en términos porcentuales— significativo.

Tabla 11 Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. - 2005



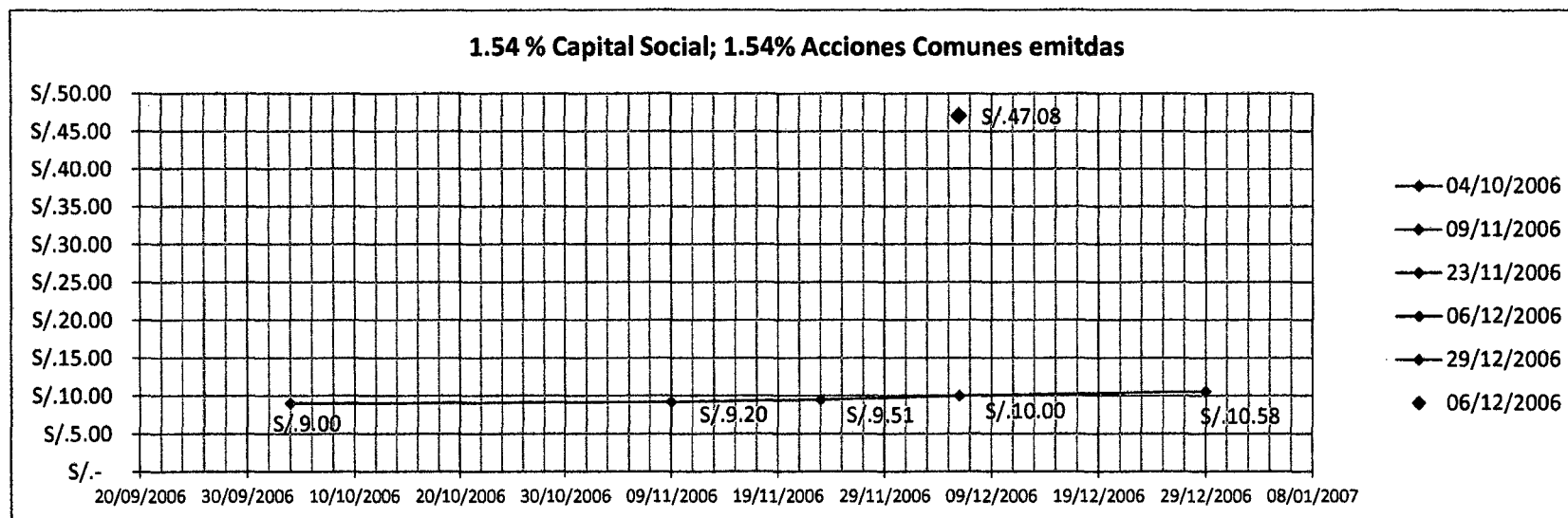
Partamos observando que la prima de control es menor al precio de cotización de las Acciones de Casa Grande. No obstante, Se observa un incremento porcentual de 8% respecto del precio cuando se comunicó la OPA. Por ello, calificamos a la afectación en el incremento del precio de las Acciones de Casa Grande como Regular.

Tabla 12 Scotiabank Perú S.A.A. - 2006



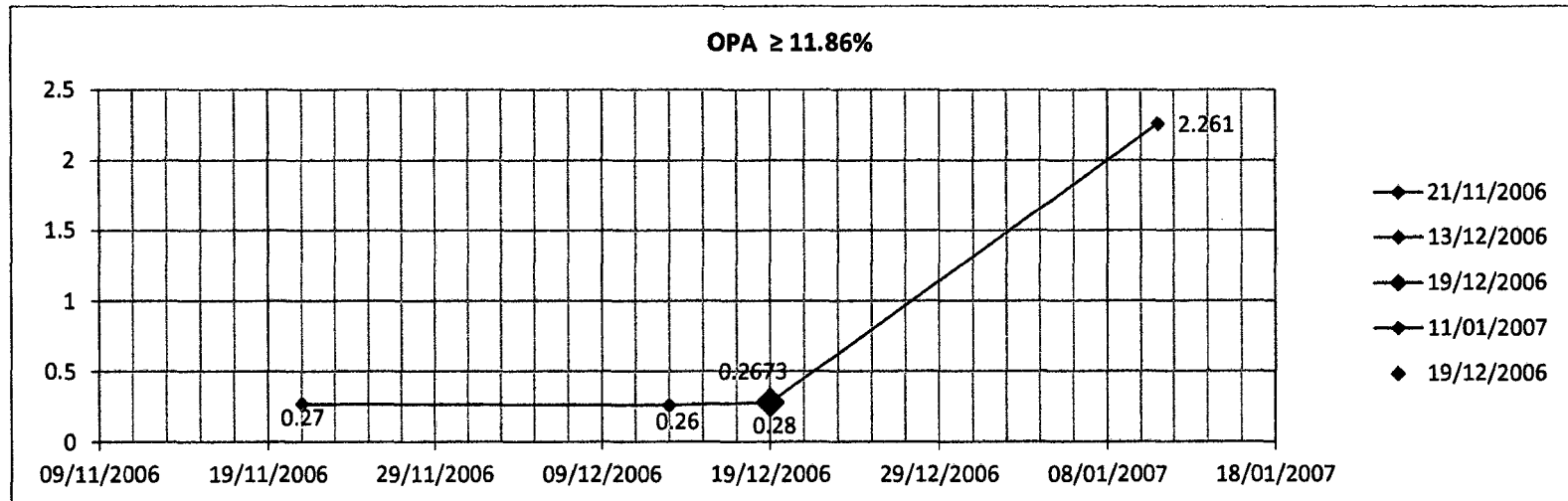
De la misma manera como se observa en el cuadro anterior, el precio ofertado para incrementar participación significativa es inferior al precio de cotización de las acciones, y aun cuando la OPA tuvo éxito no se puede observar un incremento o disminución en la rentabilidad de las acciones durante la vigencia de la OPA.

Tabla 13 Compañía Cervecera del Sur S.A. - 2006



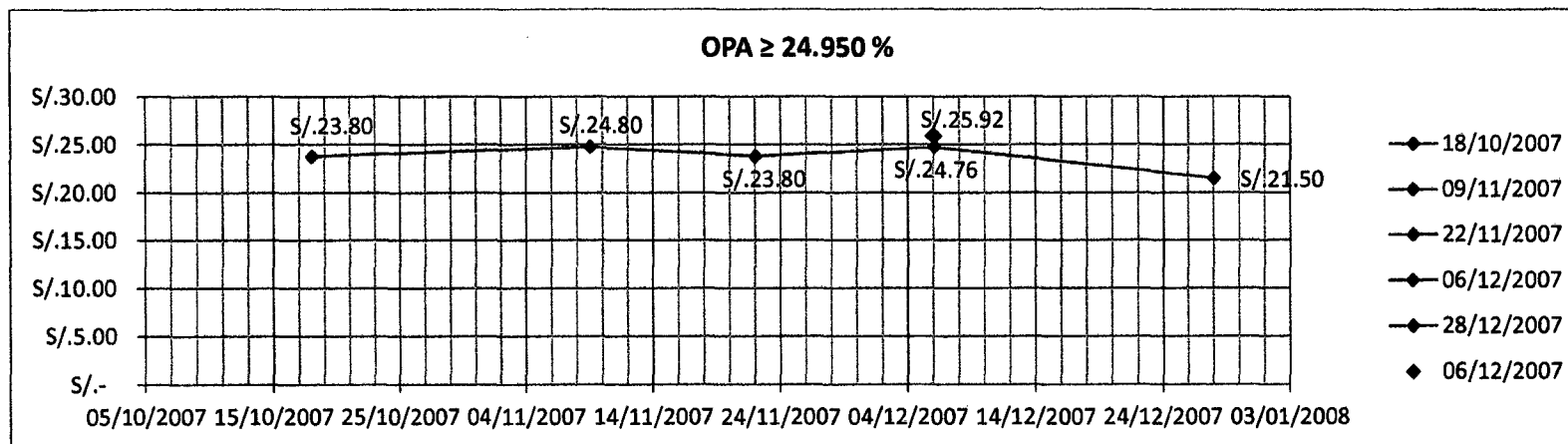
Este cuadro refleja que aún a pesar que las prima de control ofrecida es bastante significativa, lo cual debería provocar un incremento importante en el precio de las acciones de CERVESUR S.A., observamos que dicho incremento gira alrededor de 9%, respecto del precio de las acciones cuando fue lanzada la OPA. De esta manera, vamos observando que no siempre ante una OPA, existe una repercusión positiva en el precio de las acciones. Por ello, podemos clasificar al efecto de esta OPA sobre las acciones de CERVESUR como 'Insignificante'.

Tabla 14 Austral Group S.A.A. - 2006



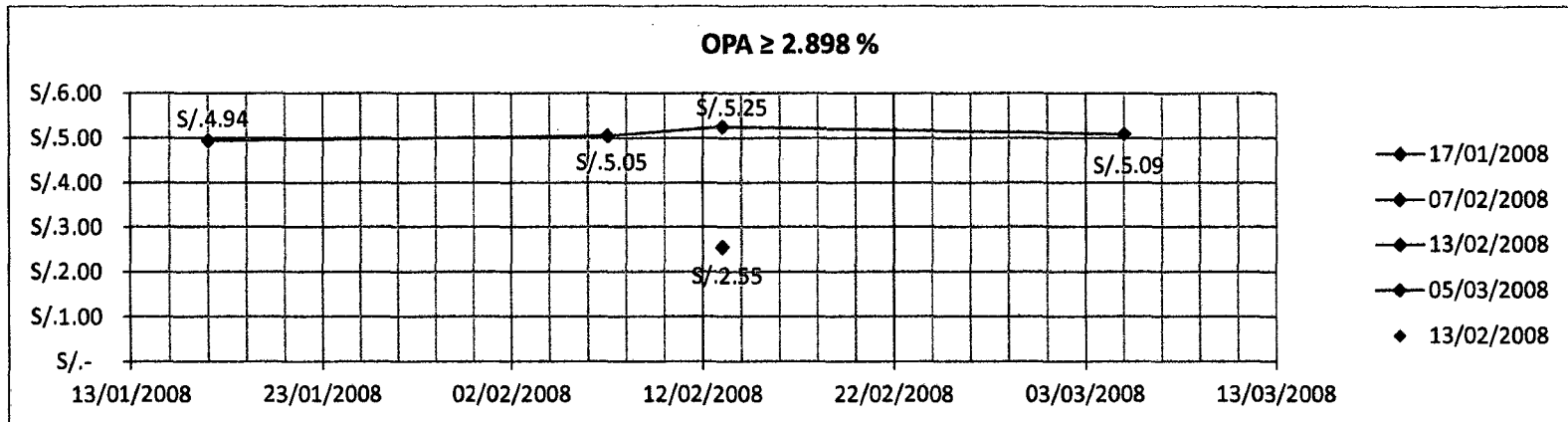
De la misma manera como hemos indicado en las tablas anteriores, referido a que las OPAs no son las causas exclusivas por las cuales pueden llegar a “dispararse” el precio de las acciones, puesto que puede depender de factores de aumento de producción, distribución de utilidades, pero es claro, que en algunos (en muy pocos casos) se cumple lo afirmado por algunos investigadores sobre la conexión directa que tiene las OPAs con el incremento del precio de las acciones. (Esto se observará en el Marco Teórico de la presente investigación). Y al haberse obtenido una rentabilidad aún por encima del 100% podemos calificar que la repercusión de la OPA sobre estas acciones es *Óptima*.

Tabla 15 Complejo Agroindustrial Cartavio - 2007



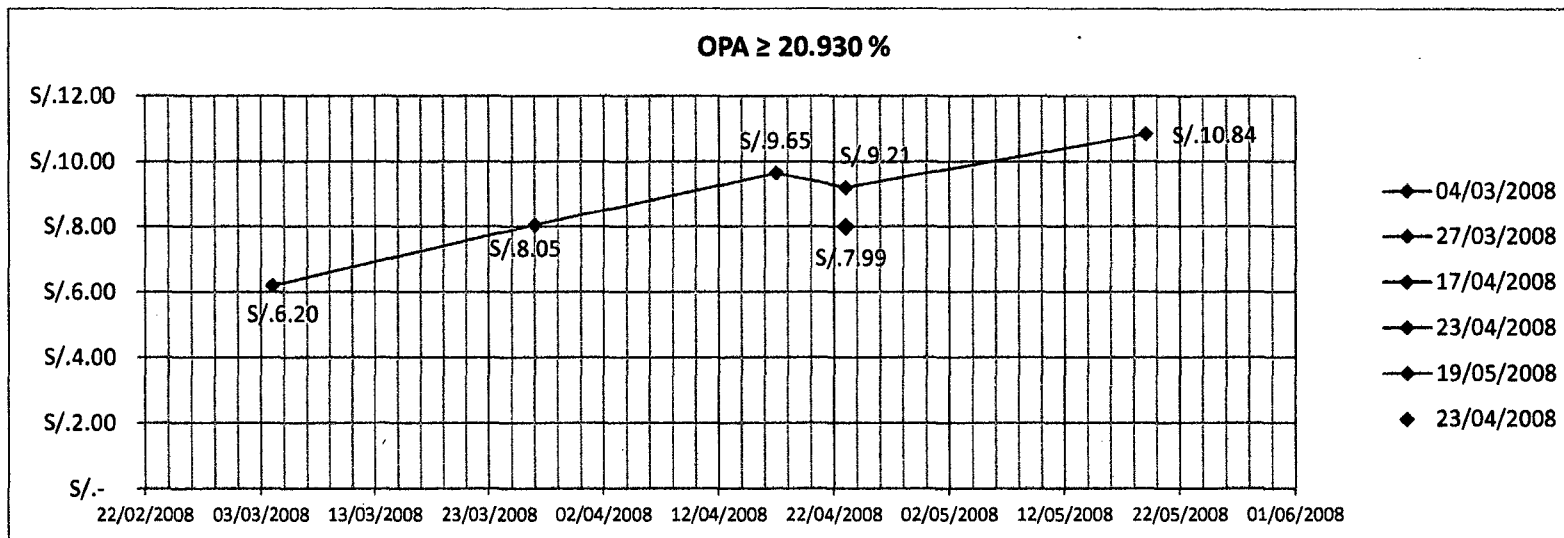
Aquí en cambio se observa una repercusión negativa, según la clasificación que elaborado, se trata de una repercusión *mala*. Al estar asociado al decremento de un 10% del precio de la acción respecto al precio de la acción al momento de lanzar la OPA. Y además, se debe notar que la prima de control ofrecido no prácticamente insignificante. Y no responde a la finalidad pretendida por lo Regulado en las Ofertas Públicas de Adquisición.

Tabla 16 Inversiones Pacasmayo S.A. - 2008



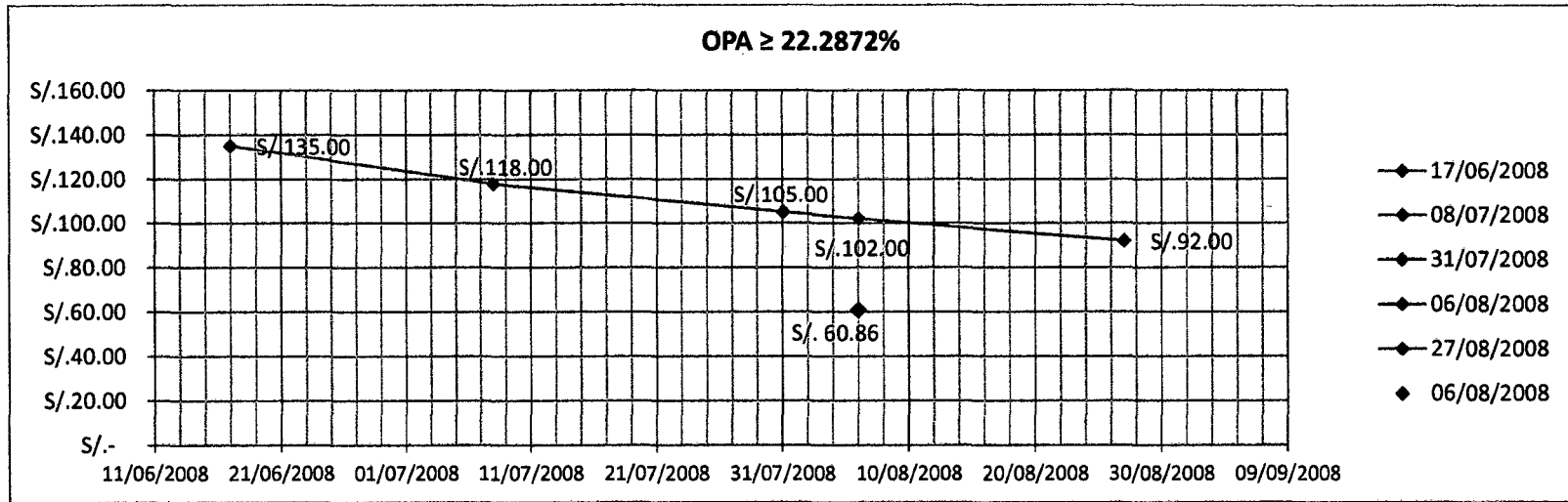
Aquí, aun a pesar del precio de la prima de control es por debajo de las cotizaciones se observa un incremento poco significativo. No podríamos atribuir aquí que dicho incremento se debió a la OPA, pues dentro de un mercado de valores, la característica fundamental es su fluctuación debido a la incertidumbre de los inversionistas y a eventos de connotación macroeconómica. Entonces, podemos clasificar a la repercusión de esta OPA sobre el precio de las acciones de la Sociedad Objetivo como insignificante.

Tabla 17 Compañía Minera Milpo- 2008



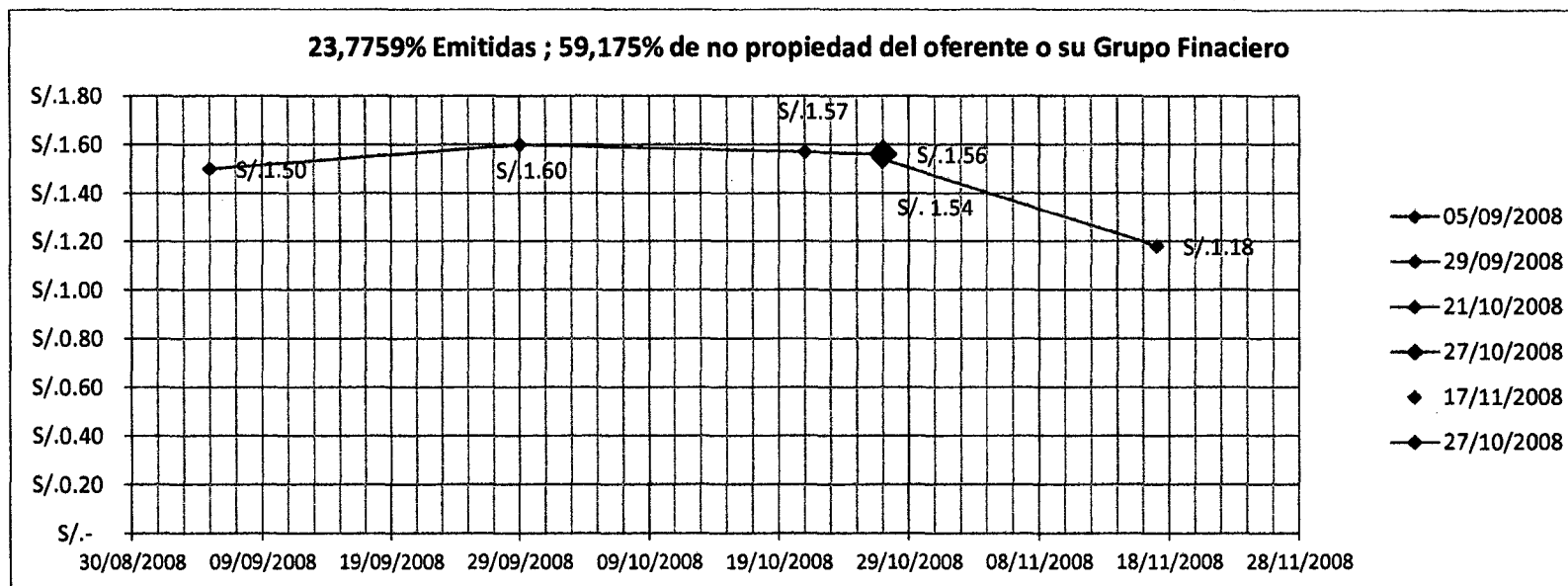
Se puede observar aquí también que la prima de control ofrecida [S/. 7.99] es menor en comparación al precio de las acciones de Milpo al inicio del Ofrecimiento de la OPA [S/. 8.05]; no obstante, la OPA prospera y se observa un incremento, que en términos porcentuales es importante: 35%. Por ello, podemos calificar de “Bueno” al efecto provocado en las acciones debido al lanzamiento de la OPA.

Tabla 18 Scotiabank Perú S.A.A. - 2008



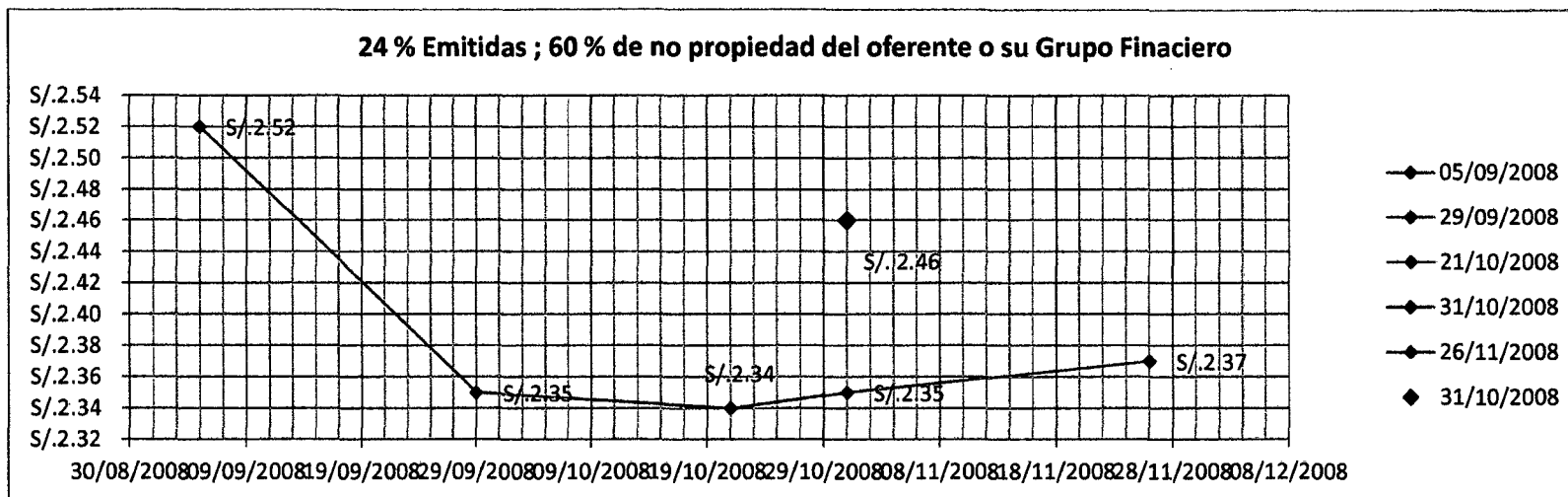
Puede observarse aquí que ante la presencia de la OPA, se provocó un efecto totalmente contrario al que esperarían algunos inversores optimistas. La rentabilidad provocada respecto del precio cuando se lanzó la OPA [S/. 118.00] es de - 32%. Por ello, la calificación se puede señalar como: “Malo”.

Tabla 19 EDEGEL S.A.A. - 2008



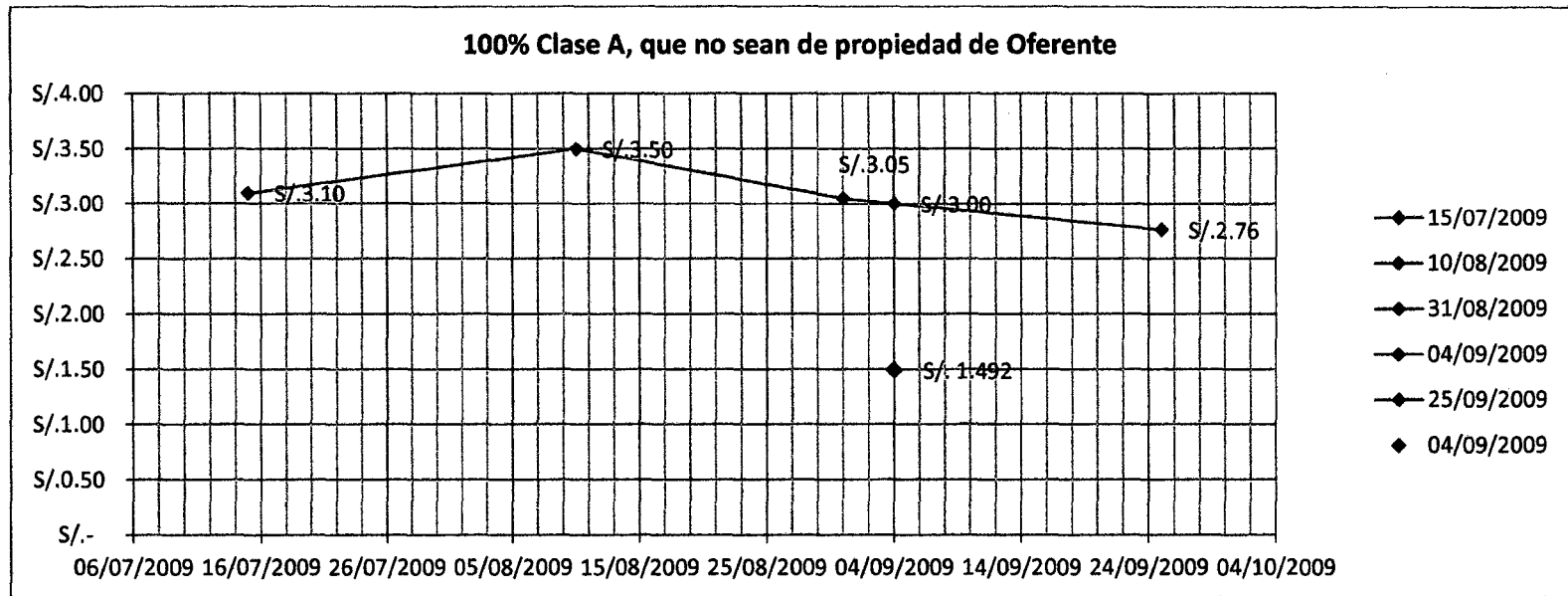
El mismo efecto negativo se repite en este cuadro. Al inicio de la OPA el precio de las acciones de EDEGEL empiezan levemente a tener una caída, para luego de 15 días de finalizada la OPA, se muestra una caída más pronunciada: Con una rentabilidad negativa de 26%. Razón por la cual se puede calificar como efecto “Malo” a la repercusión de la OPA sobre el precio de estas acciones. Y además no se ofrecía una prima de control ante el incremento de participación significativa.

Tabla 20 EDELNOR S.A.A. - 2008



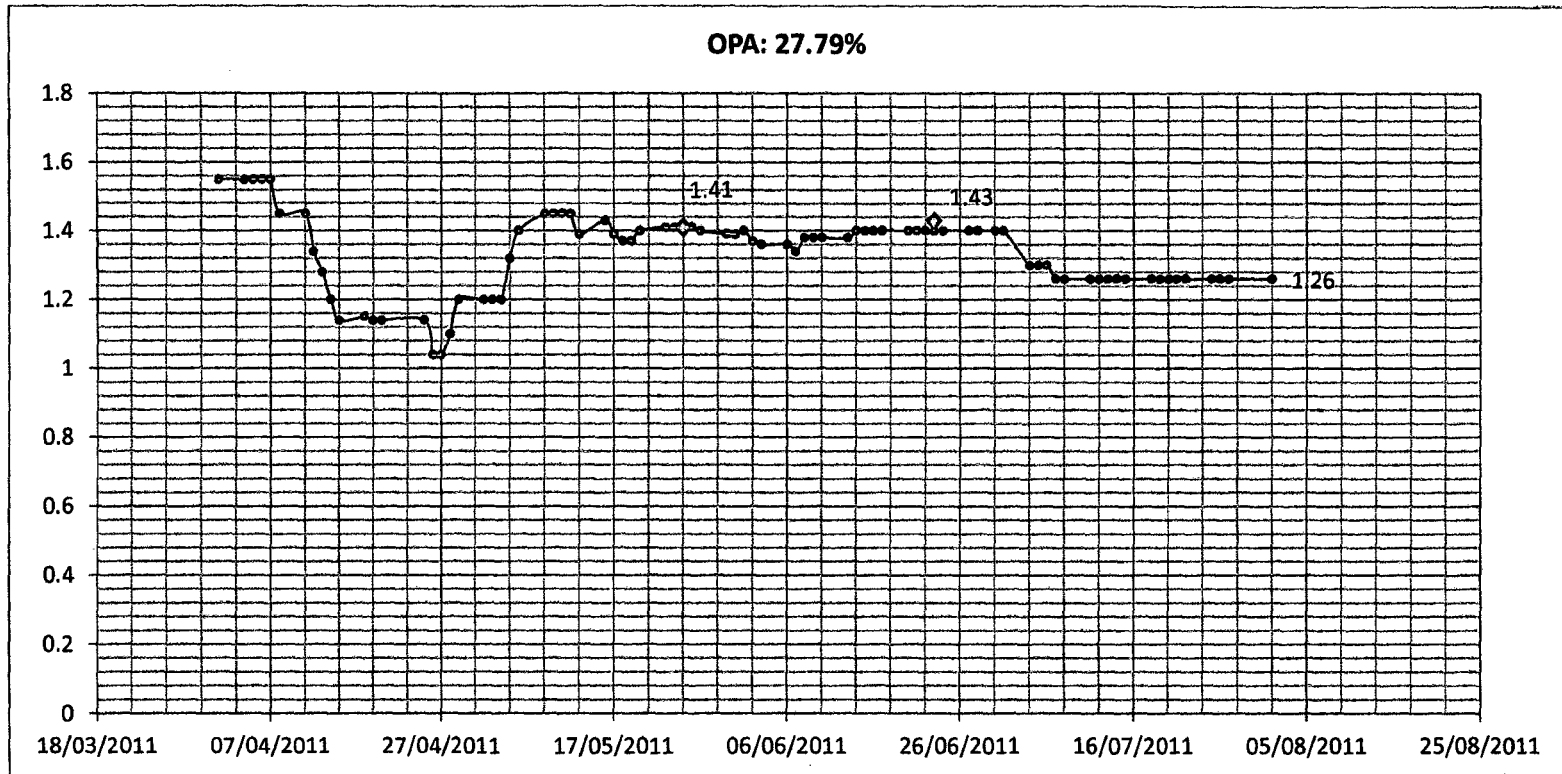
Se puede observar aquí que a 15 días antes de la publicación de la OPA, el precio de las acciones de EDELNOR venían cayendo para luego aumentar, aunque casi insignificadamente, creemos debido a la prima de control ofrecida. No obstante, aún con todo la rentabilidad obtenida no es más de 1% respecto del precio de las acciones al inicio de la OPA. Por esta razón, se puede calificar como “Insignificante” el efecto provocado por la OPA.

Tabla 21 Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2009



Empecemos señalando aquí que la prima de control ofrecida no existe; al contrario, el precio ofrecido es incluso menor al precio cotizado en Bolsa de las acciones de la Compañía Minera Atacocha. Y la repercusión que existe respecto del inicio de la OPA es negativo, es decir, las acciones obtuvieron una rentabilidad negativa de 21%. Por ello, podemos calificar a la repercusión de esta OPA sobre las Acciones de la Compañía Minera Atacocha como: “Malo”.

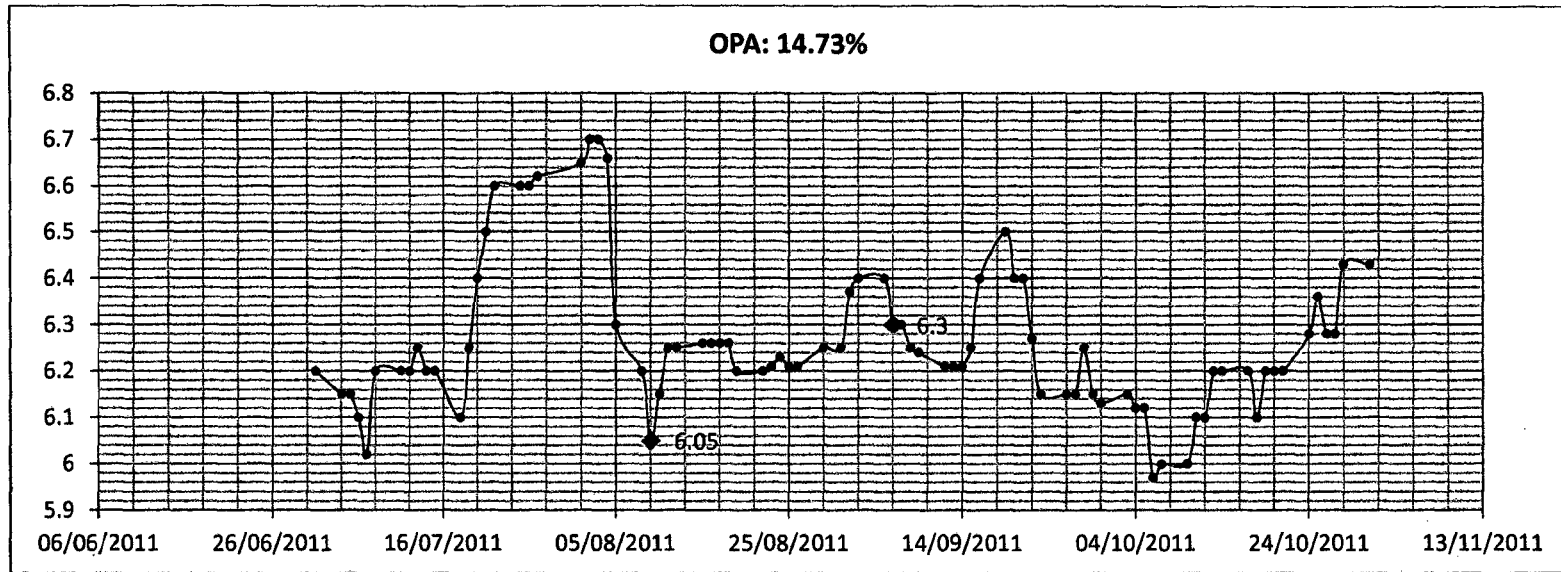
Tabla 22 Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2011



De una manera parecida que en el cuadro anterior, la Compañía Minera Atacocha, obtiene una repercusión negativa respecto del precio de dichas acciones al inicio de la OPA (11%); por lo cual podemos calificar a la repercusión de la OPA sobre estas acciones como: Malo.

No obstante, la diferencia aquí es que existe una prima de control, pero dicha prima de control es “insignificante”.

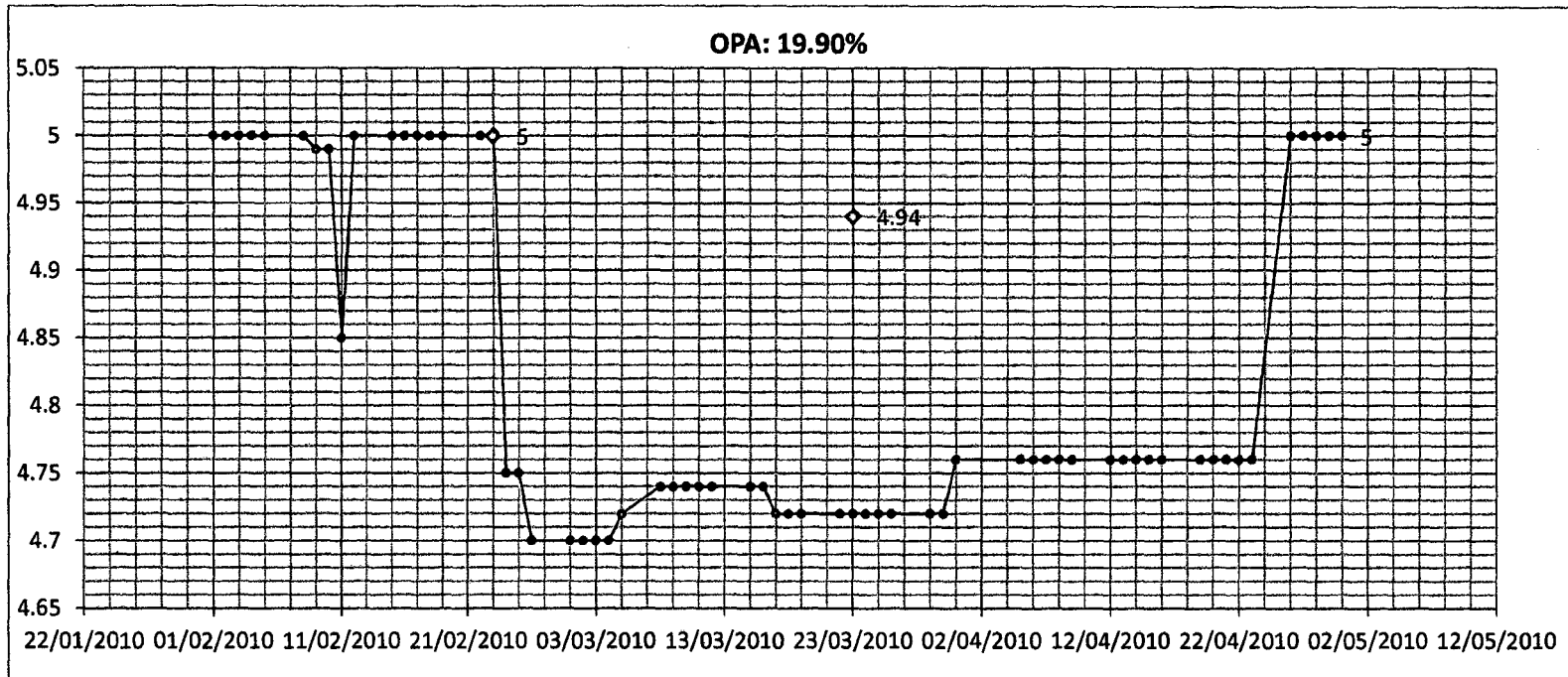
Tabla 23 Luz Del Sur S.A.A. - 2011



El presente cuadro presenta fluctuaciones más definidas en comparación a las anteriores debido a que la *data* obtenida en la Bolsa de Valores (Tabla 34) es de cotizaciones diarias de estas acciones⁸⁴. Observamos entonces que el precio desde el momento en que es lanzada la OPA se provocó un incremento del precio de las acciones de Luz del Sur. Y aunque posteriormente se observa un descenso, posteriormente vuelve a recuperarse. Obteniéndose una rentabilidad alrededor de 6.3% respecto del precio de la acción al momento de ser lanzada la OPA. Por ello, podemos calificar a la repercusión de la OPA sobre estas acciones de: “Regular”.

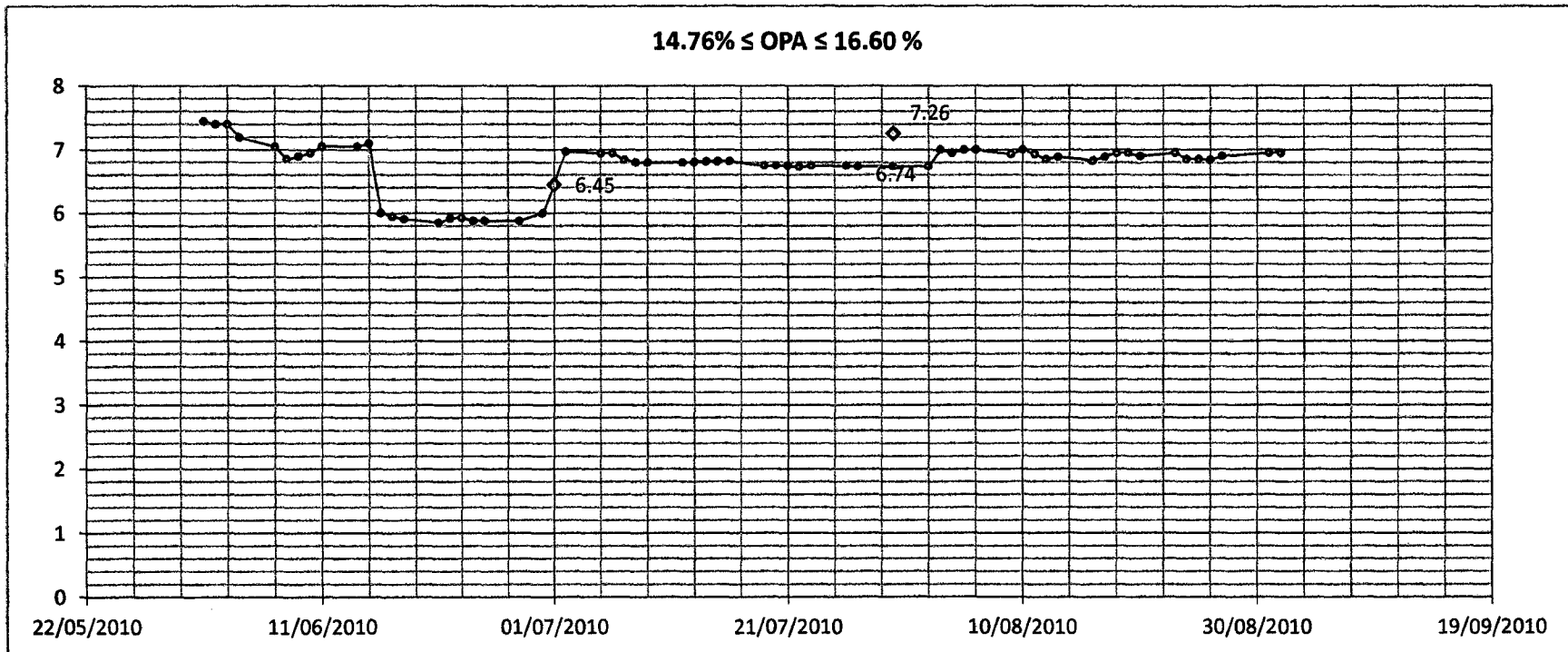
⁸⁴ La forma como se obtuvo la *data* en los cuadros anteriores son debido a consultas en días y momentos particulares: 15 días antes de lanzada la OPA, 15 de iniciada la OPA, al momento del término de la OPA y 15 días después de éste. La *data* obtenida se realizó fecha por fecha según el plan de investigación. Y debido a lo extenso de la información se considerará en el anexo 11 las cotizaciones de las acciones de Luz del Sur para el año 2011, según las fechas indicadas en esta Tabla N° 23.

Tabla 24 Agroindustrias San Jacinto S.A.A. - 2010



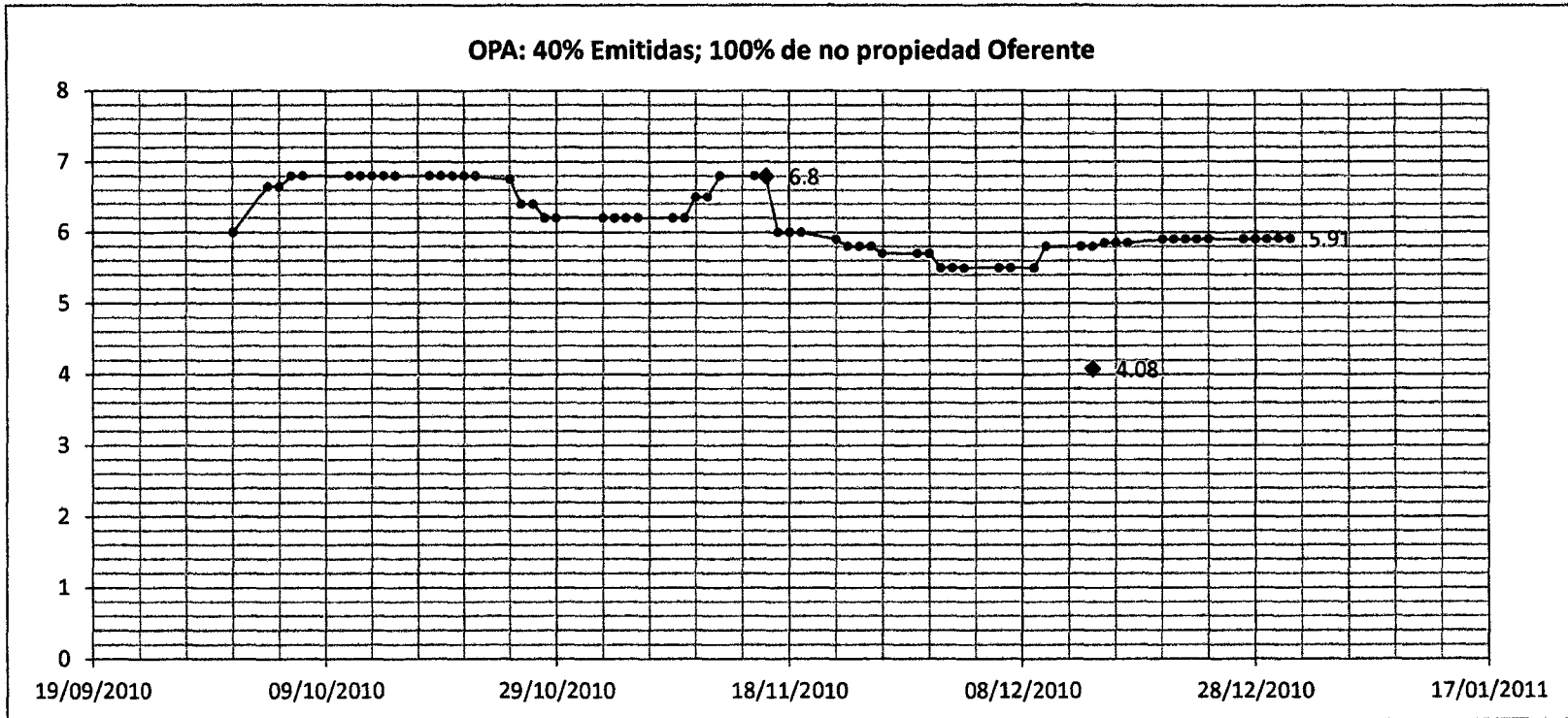
Se puede observar aquí que luego de ser lanzada la OPA las acciones caen, y así se mantienen hasta 17 días después de culminada la OPA, donde recuperan el mismo precio antes de iniciarse la OPA. En este caso se observa que la prima de control ofrecida es menor al precio de la acción al inicio de la OPA. Y debido a que no provocó ningún cambio importante en el precio luego de culminar la OPA podemos calificar a la repercusión de esta OPA sobre estas acciones como “Neutral”.

Tabla 25 Compañía Minera Milpo S.A. 2010



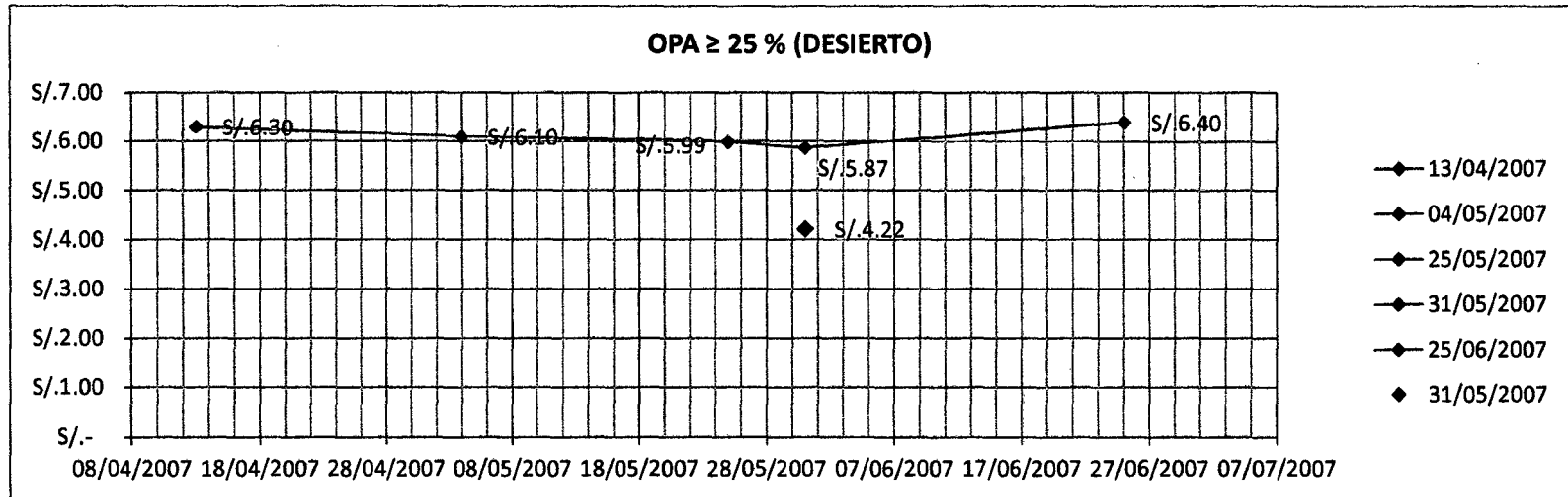
Aquí la prima de control no es muy relevante respecto a las cotizaciones anteriores de las acciones de la Compañía Minera Milpo, no obstante se puede constatar que durante el lanzamiento de la OPA, y luego de 15 días emitida la OPA, esta repercutió positivamente sobre la OPA en un 7% respecto del precio de las acciones al momento de ser lanzada la OPA. Por ello calificamos a la repercusión de esta OPA sobre las Acciones de la Compañía Minera Milpo de “Regular”.

Tabla 26 Empresa Eléctrica de Piura S.A. 2010



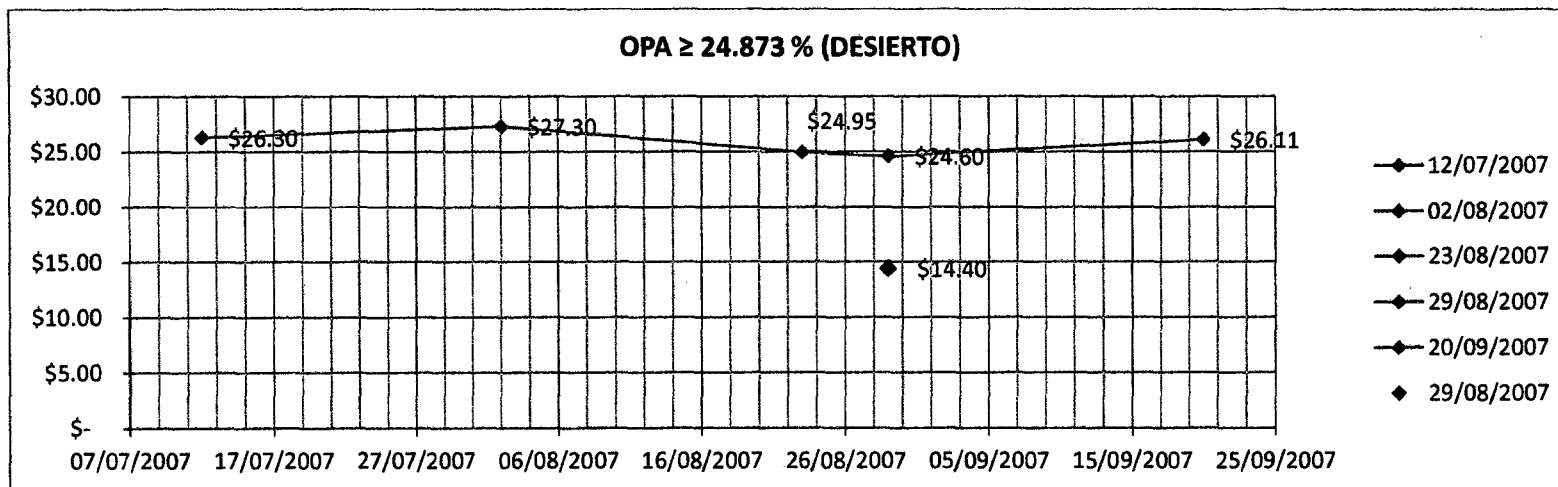
Por último (de las OPAs que han logrado tener éxito al ser lanzadas) se puede observar una repercusión de la OPA sobre las acciones de la Empresa Eléctrica de Piura a la cual se puede calificar de Malo. Esto a la rentabilidad negativa obtenida alrededor del 15%. Y que además que no hubo una prima de control.

Tabla 27 Compañía Minera Poderosa - 2007



No todas las OPAs prosperan, u obtienen éxito. En este caso y el siguiente se puede observar de dos OPAs que no tuvieron “éxito”, y que durante el tiempo de ser lanzada la OPA no hubo un cambio significativo en el precio de las acciones.

Tabla 28 Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A. - 2007



Al igual que en el cuadro anterior, en esta Opa sobre la sociedad minera Cerro Verde se puede observar que existe un ofrecimiento de una prima de Control menor a la cotización de las acciones, lo cual no genera ningún incentivo para la subida del precio de las acciones.

Podemos resumir en los siguientes dos cuadros lo desarrollado en las páginas anteriores respecto de la repercusión de las OPAs sobre las acciones de las empresas durante el lanzamiento de las OPAS.

Tabla 29 Cuadro Resumen - Repercusión de OPAs en Acciones comunes

Compañía	Rentabilidad	Efecto provocado	Prima de Control
Compañía Cervecera del Perú S.A. - 2000	-30%	Malo	Sí
Inmobiliaria Pariachi S.A. - 2000	128%	Óptimo	Sí
Compañía Minera Atacocha S.A. - 2001	85%	Óptimo	No
Embotelladora Latinoamericana S.A. 2004	4%	Insignificante	Sí
Compañía Minera Milpo S.A.A. - 2004	52%	Óptimo	Sí (Insignificante)
Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A. - 2005	8%	Regular	No
Scotiabank Perú S.A.A.- 2006	0%	*.*	No
Compañía Cervecera del Sur S.A. - 2006	9%	Regular	Sí
Austral Group S.A.A. - 2006	770%	Óptimo	Sí (insignificante)
Complejo Agroindustrial Cartavio - 2007	-10%	Malo	Sí (insignificante)
Inversiones Pacasmayo S.A. - 2008	1%	Insignificante	No
Compañía Minera Milpo- 2008	35%	Bueno	No
Scotiabank Perú S.A.A. - 2008	-32%	Malo	No
EDEGEL S.A.A. - 2008	-26%	Malo	No

EDELNOR S.A.A. - 2008	1%	Insignificante	Sí
Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2009	-21%	Malo	No
Compañía Minera Atacocha S.A.A. - 2011	-11%	Malo	Sí (insignificante)
Luz Del Sur S.A.A. - 2011	6.3%	Regular	No
Agroindustrias San Jacinto S.A.A. - 2010	0%	* *	Sí
Compañía Minera Milpo S.A. 2010	7%	Regular	Sí
Empresa Eléctrica de Piura S.A. 2010	-15%	Malo	No

—Espacio en blanco dejado intencionalmente—

Tabla 30 Cuadro Resumen 2 - Repercusión de OPA sobre las Acciones.

ÓPTIMOS	4	9%	1
BUENOS	1	%	5
REGULAR (Con prima de control)	1	%	5
REGULAR (Sin prima de control)	3	4%	1
MALOS	7	3%	3
INSIGNIFICANTES	3	4%	1
. (Neutros)	2	0%	1
Total OPAS	21	00%	1

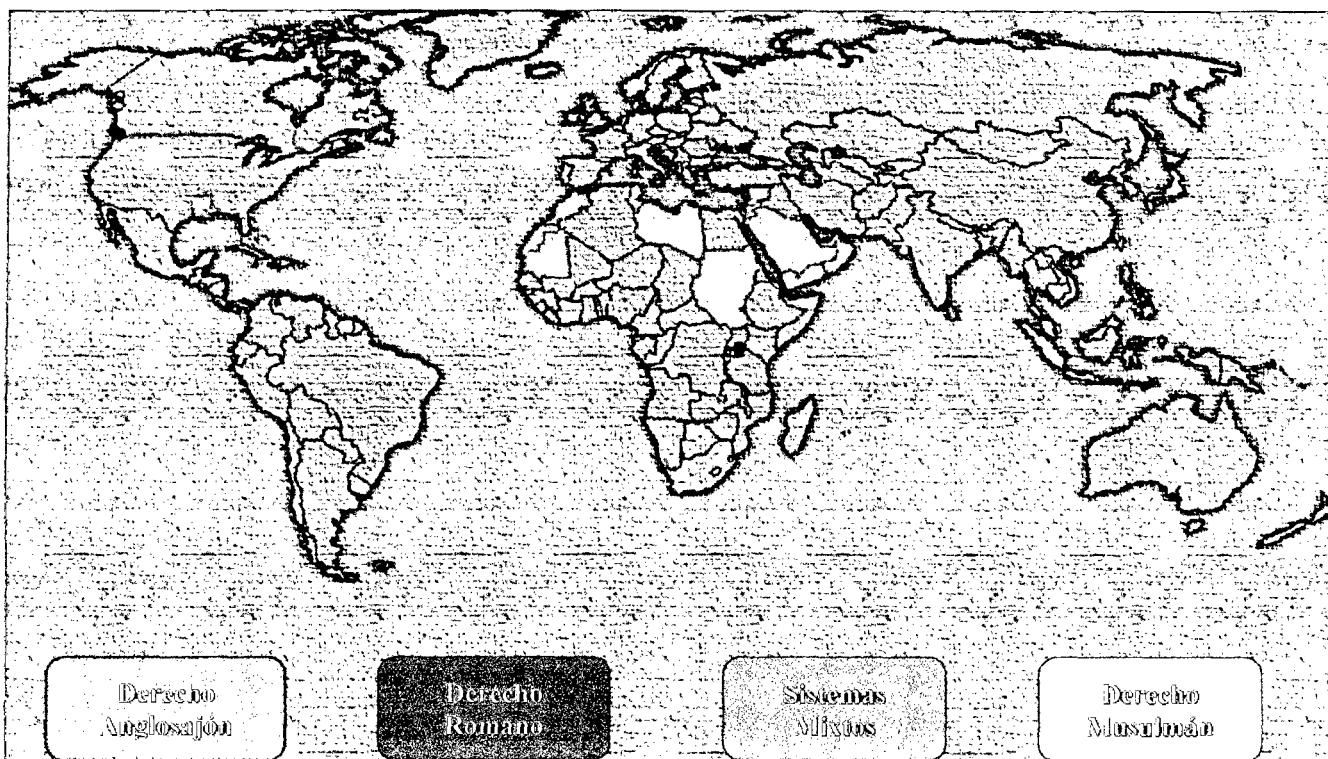
Podemos observar, en primer lugar, que la repercusión de la OPA en el precio de las acciones es escasa. En todo caso, no se evidencia un efecto en ellas por causa de la OPA. En el mercado de capitales, la fluctuación de las acciones (ya sea positiva o negativa) se debe a diversos factores (desde políticos y de otra índole), pero ante una OPA lo que se esperaría es que el precio de las acciones sea muy elevado (Hussein-Issa Jrab, 1997), lo cual como se ha visto no sucede en el Perú.

CONCLUSIÓN

1. La regulación de las OPAs en cuanto a la protección del inversionista en el Mercado de Capitales peruano es medianamente eficaz, bajo la consideración de la repercusión en el precio de las acciones de la Sociedad Objetivo, según lo propuesto en la presente tesis.
2. La regulación de las OPAs en el Perú permite , promueve y exige transparencia, no obstante, en cuanto a la posibilidad de reparto de la prima de control es mínima puesto que la prima de control ofrecida es menor al precio de cotización de las acciones de la Sociedad Objetivo.
3. En cuanto a legislación española, se asegura la existencia de una prima de control pues se exige que esta sea equivalente al mayor precio alcanzado en los **12 meses previos al anuncio de la OPA**. En la legislación peruana en la cual se asegura un reparto de la prima de control siempre y cuando, exista una prima de control.
4. El efecto de las OPAs en el mercado de capitales peruano es distinto al efecto que causa las OPAs en el mercado español.

ANEXOS

ANEXO 1. Distribución Global de los Sistemas Jurídicos en el Mundo⁸⁵



⁸⁵ Este diagrama refleja (de acuerdo a la distribución de colores) los Sistemas Jurídicos más resaltantes (Universit  D'ottawa; Wikipedia 2013). Y responde a fines didácticos, sin desconocer las interrelaciones que existen entre un Sistema Jurídico y otro en un solo Estado. Para mayor claridad sobre lo último véase el Anexo 2.

ANEXO 2. Sistemas Jurídicos en el Mundo⁸⁶

SISTEMAS DE DERECHO CIVIL

Se encontrarán dentro de esta categoría aquellos países que, junto con otras fuentes, han sido principalmente influenciados por su herencia jurídica romana y que, dando preeminencia al derecho escrito, han resueltamente adoptado una codificación sistemática de su derecho común. Por otro lado se encontrarán países, generalmente de derecho mixto, que sin haber recurrido a la técnica de la ley codificada, han retenido hasta cierto grado suficientes elementos de construcción jurídica romana, como justificación escrita, que permiten considerarlos como afiliados a la tradición civilista (tal es por ejemplo el caso de Escocia). Además, están incluidos en esta categoría países en los cuales a pesar de que la influencia romana no ha sido tan importante, sin embargo su derecho, codificado o no, reposa en una concepción del rol de la ley cercana a ésa de los países de tradición civilista « pura » (tal es el caso, por ejemplo de los países de tradición escandinava los cuales ocupan, dentro del seno de la « familia romano-germánica », una posición original).

Monosistemas de Derecho Civil

- Albania
- Alemania
- Angola
- Antillas holandesas (p-b)
- Argentina
- Armenia
- Aruba (p-b)
- Austria
- Azerbaiyán
- Azores (pg)
- Belarús
- Belgica
- Benin
- Bolivia
- Bosnia y herzegovina
- Brasil
- Bulgaria
- Cabo verde
- Camboya
- Canarias, islas (esp)
- Centrafrica, república de
- Chile
- Colombia
- Costa rica
- Croacia
- Cuba
- Dinamarca (*dk*)
- Ecuador
- El salvador
- Lao
- Letonia
- Liechtenstein
- Lituania
- Luxemburgo
- Macao (cn)
- Macedonia (fyrom)
- Madera (pg)
- Martinica (fr)
- Mayotte, isla (fr)
- Mexico
- Moldava
- Mónaco
- Montenegro
- Nicaragua
- Noruega
- Nueva caledonia (fr)
- Países bajos
- Panamá
- Paraguay
- Perú
- Polinesia francesa (fr)
- Polonia
- Portugal (*pg*)
- República checa
- República dominicana
- Reunión, islas (fr)
- Rumania
- Rusia
- San bartolomé (fr)

⁸⁶ Fuente Consultada: <http://www.juriglobe.ca>

- Eslovaquia
- Eslovenia
- España
- Estonia
- Feroe, islas (dk)
- Finlandia
- Francia (fr)
- Georgia
- Grecia
- Groenlandia (dk)
- Guadalupe (fr)
- Guatemala
- Guyana francesa (fr)
- Haití
- Honduras
- Hungría
- Islandia
- Italia
- Kazajstán
- Kirguistán
- San marínó
- San martín (fr)
- San pedro y miguelón (fr)
- Serbia
- Suecia
- Suiza
- Suriname
- Tailandia
- Tayikistán
- Tierras australes y antárticas francesas (fr)
- Turkmenistán
- Turquía
- Ucrania
- Uruguay
- Uzbekistan
- Vaticano / santa-sede
- Venezuela
- Vietnam
- Wallis y futuna (fr)

SISTEMAS DE COMMON LAW

De la misma manera que el sistema de derecho civil, el sistema del Common law opera en ambientes culturalmente diversos del mundo. A pesar de las diferencias algunas veces considerables que genera esta diversidad, y que a menudo son amplificadas por las circunstancias políticas, se pueden agrupar dentro de esta categoría aquellos países en los cuales el derecho reposa técnicamente, al menos en lo esencial, sobre los conceptos y los modos de organización jurídica del common law británico, que concede un lugar primordial a la jurisprudencia, y no a la ley como medio ordinario de expresión del derecho común. En consecuencia, se han mantenido en esta categoría a países o entidades políticas más o menos apegados a la tradición británica, en los cuales, a pesar de poseer en abundancia códigos, leyes instrumentos normativos no jurisprudenciales, la jurisprudencia del common law conserva su carácter de derecho fundamental (por ejemplo, el Estado de California en los Estados Unidos de América).

Monosistemas de Common Law

- Anguila (r-u)
- Antigua y barbuda
- Australia (*au*)
- Bahamas
- Barbados
- Belice
- Bermuda (r-u)
- Caimán, islas (r-u)
- Canadá (*cd*) (menos quebec)
- Cook, islas (nz)
- Dominica
- Estados unidos (*eua*) (menos luisiana)
- Marshall, islas
- Montserrat (r-u)
- Nauru
- Niue (nz)
- Norfolk, isla (au)
- Nueva zelanda (*nz*)
- Palau
- Pitcairn, islas(r-u)
- Reino unido de gran bretaña (*r-u*) (menos escocia, guernesey, jersey and isla de man)
- Samoa americana (eua)
- Saint kitts y nieves

- Fiyi, islas de
- Georgia del sur y sandwich del sur, islas (r-u)
- Gibraltar (r-u)
- Granada
- Guam (eua)
- Hawái (eua)
- Irlanda
- Irlanda del norte (u-k)
- Jamaica
- Kiribati
- Malvinas/falkland islas (r-u)
- Man, isla de (r-u)
- Marianas (eua)
- Santa helena (r-u)
- San vicente y las granadinas
- Territorios británicos de l'antártica (r-u)
- Territorios británicos del océano indico (r-u)
- Tokelau (nz)
- Tonga
- Trinidad y tobago
- Turcas y caicos (r-u)
- Tuvalu
- Vírgines, islas de los estados unidos (eua)
- Vírgines, islas británicas (r-u)

SISTEMAS DE DERECHO MUSULMÁN

El sistema de derecho musulmán es un sistema autónomo de derecho religioso propiamente dicho, que radica esencialmente en el Corán. En un cierto número de países de tradición musulmana, tiene sin embargo tendencia a limitarse al estatuto personal, aunque aquello pueda ser bastante ampliamente comprendido.

Sistemas de Derecho Musulmán

- Afganistán
- Arabia saudita
- Maldivas

SISTEMAS DE DERECHO CONSUECUDINARIO

Al presente existen muy pocas entidades políticas cuyos sistemas puedan ser propiamente designados como enteramente consuetudinarios. La costumbre puede tener aspectos muy diversos, según se radica en la sabiduría elaborada por la experiencia cotidiana, o, más intelectualmente, en las grandes tradiciones espirituales o filosóficas. No obstante, el derecho consuetudinario (en tanto como sistema y no solamente como supletorio del derecho positivo) juega un rol de gran importancia, particularmente en materia de estatuto personal, en un número relativamente elevado de países de derecho mixto. Esto es evidente en ciertos países africanos. Lo mismo se puede decir, por ejemplo, en condiciones por cierto diferentes, como el derecho de China o de India

Monosistemas de Derecho Consuetudinario

- Andorra
- Guernesey (r-u)
- Jersey (r-u)

SISTEMAS DE DERECHO MIXTOS

La designación de "mixto", que ha sido preferida a "híbrido" o "compuesto", no debe ser entendida en el sentido restrictivo que le fuera atribuido por ciertos autores. Se encontrarán en esta categoría aquellos países donde dos o más sistemas se aplican de manera acumulativa o de interacción, como así también aquellos en los cuales hay una yuxtaposición de sistemas dado que los mismos se aplican simultáneamente a áreas más o menos diferenciadas.

Sistemas Mixtos de Derecho Civil y de Common Law

- Botsuana
- Chipre
- Escocia (r-u)
- Filipinas
- Guyana
- Luisiana (eua)
- Malta
- Mauricio
- Namibia
- Puerto rico (as. Eua)
- Quebec (cd)
- Santa lucía
- Seychelles
- Sudáfrica

Sistemas Mixtos de Derecho Civil y de Derecho Consuetudinario

- Burkina faso
- Burundi
- Chad
- China (*cn*) (menos h-k y macao)
- Congo
- Congo, república democrática
- Corea, república popular democrática
- Corea, república de
- Cote d'ivoire
- Etiopía
- Gabón
- Guinea
- Guinea bissau
- Guinea ecuatorial
- Japón
- Madagascar
- Mali
- Mongolia
- Mozambique
- Níger
- Rwanda
- Santo tomé y príncipe
- Senegal
- Swazilandia
- Taiwán
- Togo

Sistemas Mixtos de Derecho Civil y de Derecho Musulmán

- Argelia
- Comoras
- Egipto
- Irán
- Iraq
- Líbano
- Libia
- Marruecos
- Mauritania
- Palestina
- Siria
- Túnez

Sistemas Mixtos De Common Law y de Derecho Consuetudinario

- Bhután
- Ghana
- Hong kong (cn)
- Islas salomón
- Liberia
- Malawi
- Micronesia
- Myanmar
- Nepal
- Papua nueva guinea
- Samoa
- Sierra leone
- Tanzania
- Uganda
- Zambia

Sistemas Mixtos de Common Law y de Derecho Musulmán

- Bangladesh
- Pakistán
- Singapur
- Sudán

Sistemas Mixtos de Derecho Civil, de Derecho Musulmán y de Derecho Consuetudinario

- Djibouti
- Eritrea
- Indonesia
- Kuwait
- Omán
- Timor oriental

- Jordania

Sistemas Mixtos de Common Law, de Derecho Musulmán y de Derecho Consuetudinario

- Brunei
- Gambia
- India
- Kenya
- Malasia
- Nigeria

Sistemas Mixtos De Common Law, De Derecho Civil Y De Derecho Consuetudinario

- Camerún
- Lesoto
- Sri lanka
- Vanuatu
- Zimbabwe

Sistemas Mixtos de Common Law, de Derecho Civil, de Derecho Musulmán y de Derecho Consuetudinario

- Bahrein
- Qatar
- Somalia
- Yemen

Sistema Mixto de Derecho Civil, de Common Law, de Derecho Judío y de Derecho Musulmán

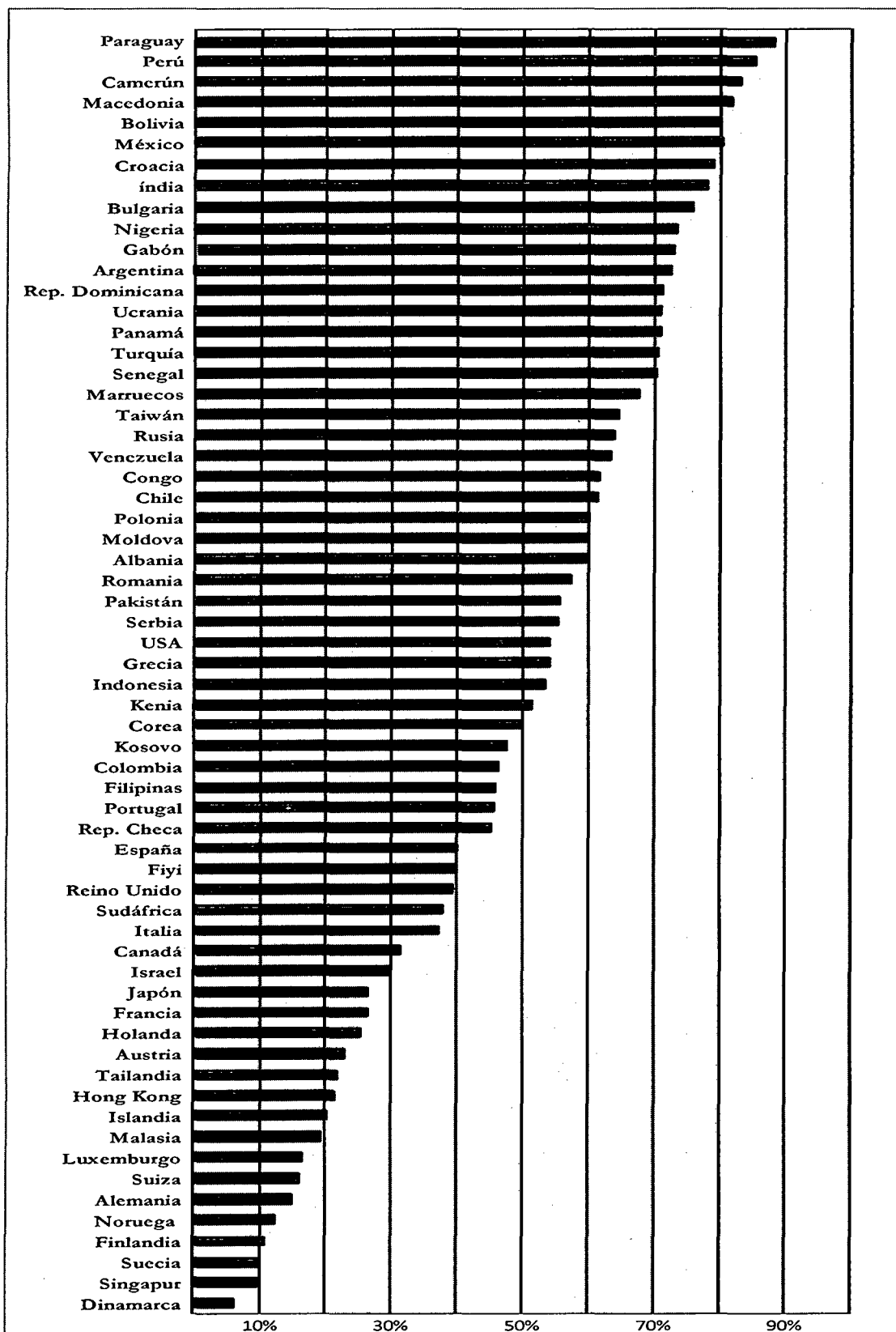
- Israel

Sistema Mixto de Derecho Musulmán y de Derecho consuetudinario

- Emiratos Arabes Unidos

ANEXO 3. Percepción de corrupción de los Órganos Judiciales en el Mundo

Tabla 31 Percepción de corrupción de los Órganos Judiciales en el Mundo



ANEXO 4. Nivel de Confianza en el Poder Judicial Peruano

Tabla 32 Nivel de confianza en el Poder Judicial Peruano

Nivel/Año	1995	1996	1997	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Acumulado
Mucha confianza (%)	6.20	4.50	4.30	2.90	4.60	1.80	2.90	1.70	2.40	4.70	2.50	1.80	1.40	2.00	1.50	3.01%
Algo de confianza (%)	20.70	21.30	14.30	13.90	20.50	14.50	14.40	10.60	17.20	16.30	16.60	13.80	10.60	15.50	13.50	15.58%
Poca confianza (%)	40.60	37.40	37.80	36.60	42.80	45.30	36.00	28.50	35.30	35.90	39.80	40.00	36.00	41.00	38.60	38.11%
Ninguna confianza (%)	32.40	36.70	43.60	46.60	32.10	38.40	46.70	59.20	45.10	43.20	41.10	44.40	51.90	41.50	46.30	43.28%

ANEXO 5. Protección de derecho de propiedad, y la eficacia de los órganos judiciales de acuerdo a niveles*⁸⁷

La protección de los derechos de propiedad, y la eficacia de los órganos judiciales es medido según los siguientes criterio o niveles:

100 — La propiedad privada es garantizada por el gobierno. Los órganos judiciales ejecutan los contratos eficientemente y rápidamente. El sistema Judicial castiga a aquellos quienes ilegalmente confiscan la propiedad privada. No hay corrupción o expropiación.

90 — La propiedad privada es garantizada por el gobierno. Los órganos judiciales ejecutan los contratos eficientemente. El sistema Judicial castiga a aquellos quienes ilegalmente confiscan la propiedad privada. La corrupción casi inexistente, y la expropiación es altamente improbable.

80 — La propiedad privada es garantizada por el gobierno. Los órganos judiciales ejecutan los contratos eficientemente pero con algo de demora. La corrupción es mínima, y la expropiación es altamente improbable.

70 — La propiedad privada es garantizada por el gobierno. Los órganos judiciales están sujetos a demoras y es flojo en la ejecución de contratos. La Corrupción es posible pero raro, y la expropiación es improbable.

60 — La ejecución de los derechos de propiedad es flojo y sujeto a demoras. La corrupción es posible pero raro, y los órganos judiciales pueden ser influenciados por otras instancias del Estado. La expropiación es improbable.

50 — Los órganos judiciales son altamente ineficientes y sujetos de demora. La corrupción se puede presentar, y los magistrados pueden ser influenciados por otras instancias del gobierno.

40 — Los órganos judiciales son altamente ineficientes, y son tan lentos que disuaden recurrir a los órganos judiciales. La corrupción está presente, y los magistrados son fuertemente influenciados por otras instancias del gobierno.

30 — Las propiedades son débilmente protegidas. Los órganos judiciales son altamente ineficientes. La corrupción es extensa, y los magistrados son fuertemente influenciados por otras instancias del gobierno. La expropiación es posible.

20 — La propiedad es débilmente protegida. Los órganos judiciales son tan ineficientes y corruptos que el soborno y las arbitrariedades en la regla. Los derechos de propiedad son difícilmente ejecutados. La corrupción en el sistema Judicial es extensa. La expropiación es común.

10 — La propiedad privada es raramente protegida, y caso toda la propiedad pertenece al estado. El país se encuentra en caos (por ejemplo, porque se encuentra en guerra) que la protección es casi imposible de ejecutarse. Los magistrados son tan corruptos que la propiedad no es protegida eficientemente. La expropiación es común.

0 — La propiedad privada está fuera de la Ley, y la propiedad pertenece al estado. Las personas no tienen el derecho de demandar a otras personas y no tienen acceso a las cortes. La corrupción es endémica.

* Traducción Libre

ANEXO 6. PBI Peruano – Histórico y Proyectado

Año	PBI, precios actuales, Billones \$US	Crecimiento Real PBI %
1990	29	-5.1
1991	34.5	2.1
1992	36	-0.4
1993	34.8	4.8
1994	44.9	12.8
1995	53.6	8.6
1996	55.9	2.5
1997	59.1	6.9
1998	56.8	-0.7
1999	51.5	0.9
2000	53.3	3
2001	53.9	0.2
2002	56.8	5
2003	61.3	4
2004	69.7	5
2005	79.4	6.8
2006	92.3	7.7
2007	107.2	8.9
2008	126.2	9.8
2009	127.2	0.9
2010	153.8	8.8
2011	173.5	6.9
2012	185	5.5
2013 (Proyectado)	200.2	6
2014 (Proyectado)	216.9	6
2015 (Proyectado)	233.8	6
2016 (Proyectado)	252.5	6
2017 (Proyectado)	273.6	6

ANEXO 7. Ofertas Públicas de Adquisición del año 2000 al 2012

Año	Fecha de inicio	Fecha de término	Sociedad Objetivo	Oferente/Opante	Valor	Resultado
2000	17-mar-00	24-abr-00	Cia. Cerv. del Sur del Peru S.A.- Cervesur	U.C.P. Backus & Johnston S.A.A.	Acciones comunes	Exitosa
	30-mar-00	08-may-00	Compañía Manufacturera de Vidrio del Perú LTDA. S.A.	Vidrios Industriales S.A.	Acciones de inversión	Exitosa
	21-jul-00	25-ago-00	Inmobiliaria Pariachi S.A.	Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A.	Acciones comunes	Exitosa
2001	8-may-01	5-jun-01	Aventis Pharma S.A.	Aventis Pharma Holding GmbH	Acciones de inversión	Exitosa
	22-may-01	18-jun-01	TECSUR S.A.A.	Inversiones en Servicios Eléctricos S.R.L.	Acciones comunes	Exitosa
	11-jun-01	9-jul-01	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Acciones comunes	Exitosa
	9-ago-01	6-sep-01	Mapfre Perú Compañía de Seg. y Rea.	Mapfre America S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	16-ago-01	13-sep-01	Mapfre Perú Vida Compañía de Seg.	Inversiones Peruanas S.A.	Acciones comunes	Exitosa
2003	2-oct-03	30-oct-03	Tabacalera Nacional S.A.	British American Tobacco Peru Holding Limited	Acciones comunes	Exitosa
	6-oct-03	3-nov-03	Moly - Cop Adesur S.A.	Moly - Cop Perú S.A.C.	Acciones comunes	Exitosa
2004	18-mar-04	16-abr-04	Royal & Sunalliance - Seguros Fenix	Rimac Internacional Compañía de Seguros y Reaseguros	Acciones comunes	Exitosa
	14-jun-04	12-jul-04	Embotelladora Latinoamericana S.A. - ELSA	Sociedad de Inversiones J.R. Lindley S.A.C	Acciones comunes	Exitosa

	22-jul-04	23-ago-04	Compañía Minera Argentum S.A.	Pan American Silver Peru S.A.C.	Acciones comunes	Exitosa
	27-jul-04	25-ago-04	Sul America Compañía de Seguros S.A.	Equator Investment Holdings Ltd.	Acciones comunes	Exitosa
	29-sep-04	27-oct-04	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Industrias Peñoles S.A. de C.V	Acciones comunes	Exitosa
2005	3-ene-05	23-feb-05	Generali Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.	Latina Seguros y Reaseguros S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	19-ene-05	15-feb-05	Vidrios Planos del Perú S.A.	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	Acciones comunes	Exitosa
	26-abr-05	23-may-05	Comunicacion es Móviles del Perú S.A.	Telefónica Móviles S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	9-dic-05	5-ene-06	Sociedad Minera La Cima S.A.	Gold Fields Corona (B.V.I.) Limited	Acciones comunes	Exitosa
	29-dic-05	25-ene-06	Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Acciones comunes	Exitosa
2006	23-oct-06	4-dic-06	Scotiabank Perú S.A.A. (Antes Banco Wiese Sudameris S.A.A.)	The Bank of Nova Scotia	Acciones comunes	Exitosa
	23-oct-06	4-dic-06	Scotiabank Perú S.A.A. (Antes Banco Wiese Sudameris S.A.A.)	The Bank of Nova Scotia	Acciones preferentes	Exitosa
	2-nov-06	29-nov-06	AFP Unión Vida S.A.	Prima AFP S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	9-nov-06	6-dic-06	Inmobiliaria Pariachi S.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes	Exitosa
	9-nov-06	6-dic-06	Vidrios Planos del Perú S.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes clase "A"	Exitosa

	9-nov-06	6-dic-06	Industrias del Envase S.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes	Exitosa
	9-nov-06	6-dic-06	Cervecería San Juan S.A.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes	Exitosa
	9-nov-06	6-dic-06	Compañía Cervecera del Sur del Perú S.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes	Exitosa
	9-nov-06	6-dic-06	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	Racetrack Peru LLC	Acciones comunes clase "A"	Exitosa
	21-nov-06	19-dic-06	Austral Group S.A.A.	Dordogne Holdings Inc.	Acciones comunes	Exitosa
2007	27-mar-07	25-abr-07	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	Gerdau S.A.	Acciones comunes	Desierta
	4-may-07	31-may-07	Compañía Minera Poderosa S.A.	Corporación Minera San Manuel S.A.	Acciones comunes	Desierta
	2-ago-07	29-ago-07	Sociedad Minera Minera Cerro Verde S.A.A.	Minera Phelps Dodge del Perú S.A.C.	Acciones comunes	Desierta
	31-ago-07	27-sep-07	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.	Acciones comunes clase "A"	Exitosa
	18-sep-07	22-nov-07	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Acciones comunes	Desierta
	9-nov-07	6-dic-07	Complejo Agorindustrial Cartavio S.A.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Acciones comunes	Exitosa
2008	17-ene-08	13-feb-08	Caja Rural de Ahorro y Crédito del Sur S.A.A.	Fundación BBVA para las Microfinanzas	Acciones comunes	Exitosa
	17-ene-08	13-feb-08	Inversiones Pacasmayo S.A.	Farragut Holdings Inc.	Acciones comunes serie A	Exitosa
	17-ene-08	13-feb-08	Inversiones Pacasmayo S.A.	Farragut Holdings Inc.	Acciones comunes serie B	Exitosa

	27-mar-08	23-abr-08	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Votarantim Metais Invetimentos Ltda.	Acciones comunes	Exitosa
	14-abr-08	12-may-08	Luz del Sur S.A.A.	Peruvian Opportunity Company S.A.C.	Acciones comunes	Exitosa
	20-jun-08	17-jul-08	Mapfre Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. (fusionada con Latina Seguros y Reaseguros S.A.)	Mapfre América S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	8-jul-08	6-ago-08	Scotiabank Perú S.A.A.	Scotia Perú Holdings S.A.	Acciones comunes	Exitosa
	29-sep-08	27-oct-08	Edegel S.A.A.	Generalima S.A.C.	Acciones comunes	Exitosa
	29-sep-08	31-oct-08	Edelnor S.A.A.	Generalima S.A.C.	Acciones comunes	Exitosa
	7-oct-08	4-nov-08	Profuturo AFP S.A.	JH Holdings S.A.	Acciones comunes	Exitosa
2009	10-ago-09	4-set-09	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Minera Milpo S.A.A.	Acciones comunes clase A	Exitosa
2010	23-feb-10	22-mar-10	Agroindustrias San Jacinto S.A.A.	Coazúcar S.A.	Acciones Comunes	Exitosa
	1-jul-10	30-jul-10	Compañía Minera Milpo S.A.A.	Votarantim Metais Cajamarquilla S.A.	Acciones Comunes	Exitosa
	9-jul-10	9-ago-10	Profuturo AFP S.A.	Scotia Perú Holdings S.A.	Acciones Comunes	Exitosa
	22/04/2010 y 19/11/2010	05/05/2010 y 02/12/2010	Compañía Minera Poderosa S.A.	Grupo Arias y otros	Acciones Comunes	Desierta
	26/10/2009 y 15/10/2010	20/11/2009 y 15/10/2010	Empesa Agraria Azucarera Andahuasi S.A.A.	Río Pativilca S.A.	Acciones Comunes	Exitosa
	16-nov-10	14-dic-10	Empresa Eléctrica de Piura S.A.	Generalima S.A.C.	Acciones Comunes	Exitosa
	16-dic-10	12-ene-11	Empresa Agrícola Sintuco S.A.	Corporación Azucarera del Perú S.A.	Acciones Comunes	Desierta

ANEXO 8. Obligación de Efectuar OPA por incremento porcentual

SERGIO ARMANDO BERROSPI POLO

AFOGADO NOTARIO DE FINA

RENUNCIA AL CARGO DE VICEPRESIDENTE DEL DIRECTORIO PARA EL CUAL HABIA SIDO ELEGIDO. _____

AL RESPECTO EL PRESIDENTE DEJO CONSTANCIA DE SU AGRADECIMIENTO POR LA VALIOSA COLABORACIÓN BRINDADA POR EL SEÑOR VICTOR MONTORI A LO LARGO DE LOS AÑOS EN QUE DESEMPEÑO DICHO CARGO. _____

A CONTINUACIÓN EL SEÑOR ALEJANDRO SANTO DOMINGO PROPUSO SU NOMBRE AL SEÑOR MANUEL ROMERO CARO COMO VICEPRESIDENTE DEL DIRECTORIO, LO QUE FUE APROBADO POR UNANIMIDAD. _____

INFORME GERENCIAL _____

EL GERENTE DIO CUENTA DE LO SIGUIENTE: _____

1.- OFERTA PUBLICA DE COMPRA – VIDRIOS PLANOS _____

COMO CONSECUENCIA DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIONES DE ACCIONES DE VIDRIOS PLANOS EFECTUADOS POR ESMERALDA HOLDING Y SU ANTERIOR TENENCIA DIRECTA E INDIRECTA BACKUS ADQUIRIO MAS DEL 60% DEL CAPITAL SOCIAL DE VIDRIOS PLANOS; POR LO TANTO, DE CONFORMIDAD CON LAS NORMAS LEGALES VIGENTES QUEDO OBLIGADA A EFECTUAR UNA OPA POSTERIOR. _____

EN ATENCIÓN A QUE LA OPA SOLO TENDRÍA COMO OBJETO ADQUIRIR EL PORCENTAJE DE PARTICIPACION DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS QUE NO ACEPTARON LA ORDEN DE COMPRA DE ESMERALDA Y QUE REPRESENTAN 372,973 ACCIONES COMUNES QUE EQUIVALEN AL 1.42% DEL CAPITAL, SE SOLICITO A CONASEV SE NOS EXCEPTUARA DE LA OBLIGACIÓN DE EFECTUAR UNA OPA COMPROMETIÉndonos A COLOCAR UNA ORDEN DE COMPRA. _____

CONASEV DENEGO LA SOLICITUD DE EXCEPCION Y DISPUSO QUE SE EFECTUARA LA OPA EN FORMA INMEDIATA. A ESTE EFECTO, SE HA DESIGNADO A UNA SOCIEDAD VALORIZADORA A FIN DE QUE DETERMINE EL PRECIO A QUE DEBERIA FORMULARSE LA OFERTA QUE NO PODRA SER INFERIOR AL PAGADO POR ESMERALDA. _____

POR LO EXPUESTO SE SOLICITO AL DIRECTORIO AUTORIZACIÓN PARA EFECTUAR UNA OFERTA PUBLICA DE ADQUISICIÓN POR LAS ACCIONES DE VIDRIOS PLANOS TAN PRONTO SE DETERMINE EL PRECIO A QUE DEBE SER FORMULADA LA OFERTA. ... _____

DE FOJA 1648 A FOJA 1649 _____

... 8.- DESVINCULACION GERENTE _____

SE INFORMO DE LA DESVINCULACION DEL SEÑOR ALFONSO GRADOS CARRARO COMO GERENTE DE RECURSOS HUMANOS A PARTIR DEL 31 DE DICIEMBRE DEL AÑO EN CURSO. _____

AL RESPECTO EL SEÑOR CARLOS BENTIN REMY RESALTO LA BRILLANTE Y LARGA TRAYECTORIA DEL SEÑOR GRADOS EN EL GRUPO BACKUS Y EXPRESO SU AGRADECIMIENTO POR LA LABOR DESPLEGADA EN ESPECIAL EN LA ETAPA DE REESTRUCTURACION. _____

SE AUNO A ESTAS PALABRAS EL SEÑOR CARLOS PEREZ DAVILA QUIEN HIZO REFERENCIA AL PROFESIONALISMO DEL SEÑOR GRADOS AGRADECIÉNDOLE LOS SERVICIOS PRESTADOS Y DESEÁNDOLE LA MEJOR DE LAS SUERTES EN SUS NUEVAS ACTIVIDADES. _____

NOTARIA BERROSPI POLO

Av. Tarapacá N° 529 2do. Piso

(Hoy Av. Arancibia) Rimac

Central: 382-0237

ANEXO 9. Concentración de accionariado y ausencia de separación de la gestión y propiedad

Memoria Anual 1999
VIDRIOS PLANOS DEL PERU S.A.
Estructura Accionaria

Capital Social

Capital Social íntegramente suscrito y pagado S/. 35,657,529 representado por 21,712,536 acciones nominativas Clase "A" de S/. 1.00 cada una valor nominal y 13,944,953 acciones Clase "B" de S/. 1.00 cada una valor nominal.

ACCIONISTAS TITULARES DE MÁS DEL 5% DEL CAPITAL

NOMBRE	Acciones	%	Nacionalidad	G. Económico
Inversiones Nuevo Mundo 2000 S.A.	27,427,102	76.92	Peruana	-
UCP Backus y Johnson S.A.A.	4,825,214	13.53	Peruana	-

Memoria Anual 2005
CERVESUR

Acciones Comunes con Derecho a Voto

Tenencia	Nº de Accionistas	Porcentaje de Participación
Menor al 1%	382	1.56
Entre 1% - 5%	-	-
Entre 5% - 10%	-	-
Mayor al 10%	1	98.44
Total	383	100.00

Memoria Anual 2005
VIDRIOS PLANOS DEL PERÚ S.A.

Estructura Accionaria

Los principales accionistas son:

Acciones Clase "A":

Inversiones Nuevo Mundo 2000 S.A.	71.50%
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A	22.79%

Acciones Clase "B":

Inversiones Nuevo Mundo 2000 S.A.	100.00%
-----------------------------------	---------

Acciones de Inversión

Esmeralda Holding Group Ltd. S.A.	81.71%
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	11.69%

G. Composición Accionaria

Composición Accionaria del Capital Social Clase "A" (Acciones con derecho a voto):

Tenencia	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Menor al 1%	38	0.86 %
Entre 1% - 5%	1	4.85 %
Entre 5% - 10%	--	--
Mayor 10%	2	94.29 %
Total	41	100.00 %

Composición de las Acciones Clase "B":

Tenencia	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Mayor al 10%	1	100.00 %
Total	1	100.00 %

Composición de las Acciones de Inversión:

Tenencia	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Menor al 1%	131	6.60 %
Entre 1% - 5%	---	---
Entre 5% - 10%	---	---
Mayor 10%	2	93.40 %
Total	133	100.00 %

Memoria Anual 2012
COMPAÑÍA MINERA ATACOCHA S.A.

(...)

8. Estructura Accionaria

A diciembre de 2012, los accionistas titulares de más del 5% del capital social fueron:

Nombre	Acciones Comunes	%	Nacionalidad	Grupo Econ.
MILPO ANDINA PERU S.A.C.	471'422,367	88.19	Peruana	Votorantim

La propiedad de las acciones comunes Clase A y comunes Clase B se encuentra distribuida como se muestra en la tabla siguiente:

Accionistas	Clase A %	Clase B %
Extranjero	0.27	17.87
Nacionales	99.66	81.86
Trabajadores	0.07	0.27
Total	100.00	100.00

(...)

Memoria Anual 2012
EDELNOR

(...)

ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD.

El capital social de la Sociedad, al 31 de diciembre del 2012, asciende a 638'563,900.00 nuevos soles, representado por 638'563,900 acciones comunes con un valor nominal de 1.00 nuevo sol cada una, íntegramente suscritas y pagadas, gozando todas de iguales derechos y obligaciones.

La relación de los principales accionistas de la compañía al 31 de diciembre del 2012 es la siguiente:

Accionistas	%	Acciones	Origen	Grupo Económico
Inversiones Distrilima S.A.C.	51.68	33'035,367	Perú	Endesa
Enersis S.A.	24	153'255,336	Chile	Endesa
Credicorp Ltda.	5.44	34'768,757	Bermudas	Credicorp
Prima A.F.P. S.A. - Fondo 1,2y3(*)	3.75	23'944,523	Perú	Credicorp
AFP Integra S.A. - Fondo 1,2 y 3 (*)	2.41	15'378,974	Perú	Sura
AFP Horizonte S.A. - Fondo 1,2 y 3 (*)	2.11	13'458,679	Perú	BBVA
Inversiones Centenario S.A.	1.38	8'800,688	Perú	Centenario
El Pacífico - Peruano Suiza Cia. De seguros y Reas	1.29	8'253,021	Perú	Scotiabank
López de Romaña Dalmau Hernando Diego Francisco	0.95	6'050,248	Perú	-
Otros accionistas	5.74	36'645,519	Varios	-
TOTAL	100	638'563,900		

(*) La presente estructura accionaria considera las tenencias totales por cada AFP.

Fuente: Gerencia Económico Financiera – Edelnor S.A.A.

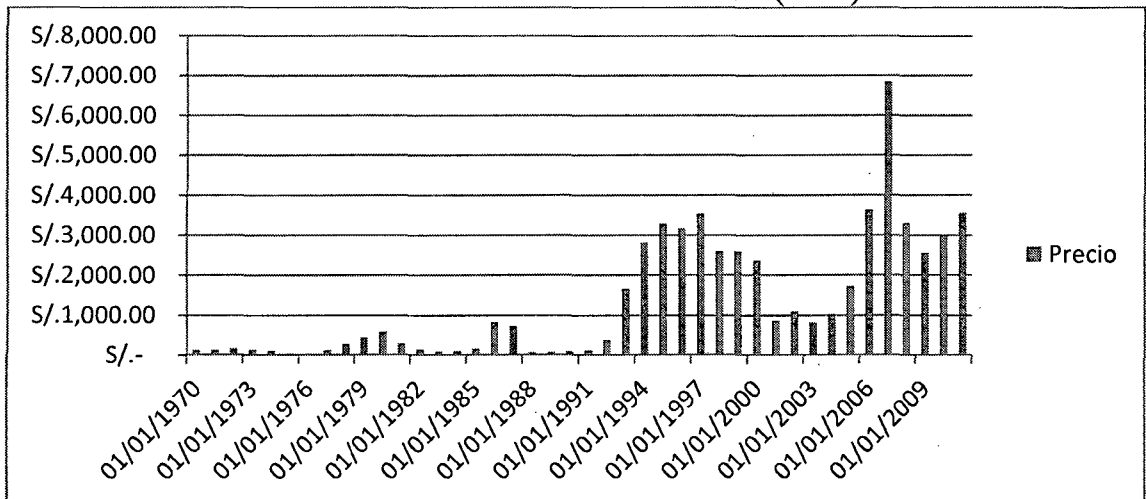
Porcentaje y participación de accionistas 2012		
Tenencia	Número de accionistas	Porcentaje de participación
Menor al 1%	1,055	8.85
Entre 1% y 5%	6	10.03
Entre 5% y 10%	1	5.44
Mayor al 10%	2	75.68
Total	1,064	100

Fuente: Gerencia Económico Financiera - Edelnor S.A.A.

El detalle de accionistas con derecho a voto (número y porcentaje de participación) al 31 de diciembre del 2012 es el siguiente:

ANEXO 10. Renta Variable en el Perú 1970 - 2010

Tabla 33 Renta Variable 1970 - 2010 (BVL)



ANEXO 11. Detalle de las repercusiones de las Ofertas Públicas de Adquisición sobre las Acciones de las Sociedades Objeto.

Año	2000	
Nombre	Compañía Cervecera del Perú S.A.	
Nemónico	COCESUC1	
% de Adquisición propuesta	Mayor a 89.05 %	
15 días antes OPA	02/03/2000	S/. 11.90
Inicio OPA	17/03/2000	S/. 11.50
15 días durante Vigencia OPA	05/04/2000	S/. 9.25
Término OPA	24/04/2000	S/. 9.05
15 días después OPA	08/05/2000	S/. 8.00
Valor Nominal	S/. 10.00	
Valor Ofrecido	\$ 5.8	

Año	2000	
Nombre	Inmobiliaria Pariachi S.A.	
Nemónico	IMPARIC1	
% de Adquisición propuesta	Mayor a 29.99 %, Menor a 50.1651%	
15 días antes OPA	06/07/2000	S/. 0.25
Inicio OPA	21/07/2000	S/. 0.31
15 días durante Vigencia OPA	14/08/2000	S/. 0.31
Término OPA	25/08/2000	S/. 0.31
15 días después OPA	18/09/2000	S/. 0.57
Valor Nominal	S/. 1.00	
Precio Ofrecido	\$ 0.1954863	

Año	2001	
Nombre	TECSUR S.A.A.	
Nemónico	TECSURC1	
% de Adquisición propuesta	Mayor al 32%	
15 días antes OPA	07/05/2001	* -.- *
Inicio OPA	22/05/2001	* -.- *; Con propuesta de C. 0.01
15 días durante Vigencia OPA	12/06/2001	S/. 0.13
Término OPA	18/06/2001	S/. 0.14
15 días después OPA	18/09/2000	S/. 0.57
Valor Nominal	S/. 1.24	
Precio Ofrecido	US\$ 0.03802	

Año	2001	
Nombre	COMPAÑÍA MINERA ATACOCHA S.A.A.	
Nemónico	ATACOC1	

% de Adquisición propuesta		≥ 46.1%
15 días antes OPA	21/05/2001	S/. 0.80
Inicio OPA	11/06/2001	S/. 1.10
15 días durante Vigencia OPA	03/07/2001	S/. 1.07
Término OPA	09/07/2001	S/. 1.24
15 días después OPA	27/07/2001	S/. 1.48
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.3127

Año		2001
Nombre		MAPFRE PERU COMPAÑÍA DE S. Y REAS.
Nemónico		MAPSEC1
% de Adquisición propuesta		25 ≤ % ≤ 30
15 días antes OPA	18/07/2001	*.-.*
Inicio OPA	09/08/2001	*.-.*
15 días durante Vigencia OPA	03/07/2001	*.-.*
Término OPA	06/09/2001	*.-.*
15 días después OPA	27/09/2001	S/. 0.91
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.2617

Año		2001
Nombre		MAPFRE PERU VIDA COMPAÑÍA DE SG.
Nemónico		MAPVIC1
% de Adquisición propuesta		14.02 ≤ % ≤ 16
15 días antes OPA	25/07/2001	*.-.*
Inicio OPA	16/08/2001	*.-.*
15 días durante Vigencia OPA	07/09/2001	S/. 1.90
Término OPA	13/09/2001	S/. 1.90
15 días después OPA	04/10/2001	S/. 2.04
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.5836

Año		2001
Nombre		MAPFRE PERU VIDA COMPAÑÍA DE SG.
Nemónico		MAPVIC1
% de Adquisición propuesta		14.02 ≤ % ≤ 16
15 días antes OPA	19/07/2001	*.-.*
Inicio OPA	09/08/2001	*.-.*

15 días durante Vigencia OPA	29/08/2001	S/. 1.90
Término OPA	06/09/2001	S/.1.90
15 días después OPA	27/10/2001	S/. 2.04
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.5836

Año		2003
Nombre		TABACALERA NACIONAL S.A.A.
Nemónico		TANASAC1
% de Adquisición propuesta		6.24%
15 días antes OPA	11/09/2003	S/. 574.00
Inicio OPA	02/10/2003	S/. 560.00
15 días durante Vigencia OPA	24/10/2003	*-.*
Término OPA	30/10/2003	*-.*
15 días después OPA	20/11/2003	*-.*
Valor Nominal		S/. 270.00
Precio Ofrecido		US\$ 239.99

Año		2003
Nombre		MOLY-COP ADESUR S.A.
Nemónico		ADESURC1
% de Adquisición propuesta		24.91%
15 días antes OPA	11/09/2003	*-.*
Inicio OPA	06/10/2003	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	24/10/2003	*-.*
Término OPA	03/11/2003	*-.*
15 días después OPA	20/11/2003	*-.*
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.592

Año		2004
Nombre		ROYAL & SUNALLIANCE - SEGUROS FÉNIX
Nemónico		ROYALFC1
% de Adquisición propuesta		64.904 ≤ % ≤ 100
15 días antes OPA	26/02/2004	*-.*
Inicio OPA	18/03/2004	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	12/03/2004	*-.*
Término OPA	16/04/2004	*-.*
15 días después OPA	07/05/2004	*-.*
Valor Nominal		S/. 10.00
Precio Ofrecido		US\$ 1.3121

Año		2004
Nombre		Embotelladora Latinoamericana S.A. – ELSA
Nemónico		ELSAC1
% de Adquisición propuesta		14.58%
15 días antes OPA	24/05/2004	S/. 0.85
Inicio OPA	14/06/2004	S/. 0.85
15 días durante Vigencia OPA	06/07/2004	S/. 0.88
Término OPA	12/07/2004	S/. 0.88
15 días después OPA	04/08/2004	S/. 0.88
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 0.259101

Año		2004
Nombre		Compañía Minera Argentum S.A.
Nemónico		ARGENTC1
% de Adquisición propuesta		92.01%
15 días antes OPA	01/07/2004	*-.-*
Inicio OPA	22/07/2004	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	06/07/2004	*-.-*
Término OPA	23/08/2004	*-.-*
15 días después OPA	14/09/2004	*-.-*
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$ 2.56507333

Año		2004
Nombre		Sul America Compañía de Seguros S.A.
Nemónico		SULAMEC1
% de Adquisición propuesta		0.99%
15 días antes OPA	06/07/2004	*-.-*
Inicio OPA	27/07/2004	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	19/08/2004	*-.-*
Término OPA	25/08/2004	*-.-*
15 días después OPA	16/09/2004	*-.-*
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		S/. 1.04

Año		2004
Nombre		Compañía Minera Milpo S.A.A.
Nemónico		MILPOC1
% de Adquisición propuesta		51.00%
15 días antes OPA	08/09/2004	S/. 17.10

Inicio OPA	29/09/2004	S/. 20.90
15 días durante Vigencia OPA	21/10/2004	S/. 23.30
Término OPA	27/10/2004	S/. 26.00
15 días después OPA	17/11/2004	S/. 26.00
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		\$ 6.85

Aquí el precio ofrecido ha sido determinado por el Oferente utilizado prácticas de valorización que incluyen los siguientes conceptos: (i) valor contable del Emisor; (ii) valor de liquidación del Emisor; y, (iii) valor del Emisor como negocio en marcha; (iv) transacciones previas; (v) valor de cotización; entre otros.

Año		2005
Nombre		Generali Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.
Nemónico		GENERC1
% de Adquisición propuesta		78.274082 ≤ % ≤ 100
15 días antes OPA	08/09/2004	*-.-*
Inicio OPA	03/01/2005	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	24/01/2005	*-.-*
Término OPA	23/02/2005	*-.-*
15 días después OPA	16/03/2005	*-.-*
Valor Nominal		S/. 7.88
Precio Ofrecido		US\$ 0.6327

Año		2005
Nombre		Vidrios Planos del Perú S.A.
Nemónico		VIDPLAC1
% de Adquisición propuesta		1.42%
15 días antes OPA	04/01/2005	*-.-*
Inicio OPA	19/01/2005	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	09/02/2005	*-.-*
Término OPA	15/02/2005	*-.-*
15 días después OPA	08/03/2005	*-.-*
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		S/. 5.57

Año		2005
Nombre		Sociedad Minera La Cima S.A.
Nemónico		CIMAC1
% de Adquisición propuesta		92.014 ≤ % ≤ 100
15 días antes OPA	20/11/2005	*-.-*
Inicio OPA	09/12/2005	*-.-*

15 días durante Vigencia OPA	30/12/2005	*.-.*
Término OPA	05/01/2006	*.-.*
15 días después OPA	26/01/2006	*.-.*
Valor Nominal		S/. 1.00
Precio Ofrecido		US\$0.8271475

Año		2005
Nombre		Empresa Agroindustrial Casa Grande S.A.A.
Nemónico		CASAGRC1
% de Adquisición propuesta		100.00%
15 días antes OPA	07/12/2005	S/. 1.63
Inicio OPA	29/12/2005	S/. 1.56
15 días durante Vigencia OPA	19/01/2006	S/. 1.53
Término OPA	25/01/2006	S/. 1.65
15 días después OPA	15/02/2006	S/. 1.77
Valor Nominal		1*
Precio Ofrecido		S/. 1.50

Año		2006
Nombre		Scotiabank Perú S.A.A. (Antes Banco Wiese Sudameris S.A.A.)
Nemónico		SCOTIAC1
% de Adquisición propuesta		18.95 % Capital Social; 18.94% Acciones Comunes emitidas
15 días antes OPA	02/10/2006	S/. 0.15
Inicio OPA	23/10/2006	S/. 0.14
15 días durante Vigencia OPA	06/11/2006	S/. 0.12
Término OPA	04/12/2006	S/. 0.13
15 días después OPA	26/12/2006	S/. 0.14
Precio Ofrecido		S/. 0.05

Año		2006
Nombre		AFP UNIÓN VIDA S.A.
Nemónico		VIDAC1
% de Adquisición propuesta		0.0296%
15 días antes OPA	04/09/2005	*.-.*
Inicio OPA	02/11/2006	*.-.*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*.-.*
Término OPA	29/11/2006	*.-.*
15 días después OPA	21/12/2006	*.-.*
Precio Ofrecido		S/. 16.04

Año	2006	
Nombre	INMOBILIARIA PARACHI S.A.	
Nemónico	INPARIC1	
% de Adquisición propuesta	0.7 % Capital Social; 0.7% Acciones Comunes emitdas	
15 días antes OPA	04/09/2005	*-.-*
Inicio OPA	02/11/2006	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*-.-*
Término OPA	29/11/2006	*-.-*
15 días después OPA	21/12/2006	*-.-*
Precio Ofrecido	S/. 0.51	

Año	2006	
Nombre	VIDRIOS PLANOS DEL PERU S.A.	
Nemónico	VIDPLAC1	
% de Adquisición propuesta	0.84 % Capital Social; 0.51 % Acciones Comunes A. emitdas	
15 días antes OPA	04/09/2005	*-.-*
Inicio OPA	02/11/2006	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*-.-*
Término OPA	29/11/2006	*-.-*
15 días después OPA	21/12/2006	*-.-*
Precio Ofrecido	S/. 7.40	

Año	2006	
Nombre	INDUSTRIAL DEL ENVASE S.A.	
Nemónico	ENVASEC1	
% de Adquisición propuesta	0.79 % Capital Social; 0.79 % Acciones Comunes emitdas	
15 días antes OPA	04/09/2005	*-.-*
Inicio OPA	02/11/2006	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*-.-*
Término OPA	29/11/2006	*-.-*
15 días después OPA	21/12/2006	*-.-*
Precio Ofrecido	S/. 11.88	

Año	2006	
Nombre	CERVECERÍA SAN JUAN	
Nemónico	-	
% de Adquisición propuesta	13.72 % Capital Social; 13.72 % Acciones Comunes emitdas	

15 días antes OPA	04/09/2005	*-.-*
Inicio OPA	02/11/2006	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*-.-*
Término OPA	29/11/2006	*-.-*
15 días después OPA	21/12/2006	*-.-*
Precio Ofrecido		S/. 9.21

Año	2006	
Nombre	COMPAÑÍA CERVECERA DEL SUR	
Nemónico	COCESUC1	
% de Adquisición propuesta	1.54 % Capital Social; 1.54 % Acciones Comunes emitidas	
15 días antes OPA	04/10/2006	S/. 9.00
Inicio OPA	09/11/2006	S/. 9.20
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	S/. 9.51
Término OPA	06/12/2006	S/. 10.00
15 días después OPA	29/12/2006	S/. 10.58
Precio Ofrecido		S/. 47.08

Año	2006	
Nombre	UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSON S.A.A.	
Nemónico	BACKUAC1	
% de Adquisición propuesta	0.16 % Capital Social; 0.19 % Acciones Comunes A emitidas	
15 días antes OPA	04/09/2005	*-.-*
Inicio OPA	09/11/2006	*-.-*
15 días durante Vigencia OPA	23/11/2006	*-.-*
Término OPA	06/12/2006	*-.-*
15 días después OPA	29/12/2006	*-.-*
Precio Ofrecido		S/. 99.71

Año	2006	
Nombre	Austral Group S.A.A.	
Nemónico	AUSTRAC1	
% de Adquisición propuesta	11.86%	
Inicio OPA	21/11/2006	0.27
15 días durante Vigencia OPA	13/12/2006	0.26
Término OPA	19/12/2006	0.28
15 días después OPA	11/01/2007	2.261
Precio Ofrecido		0.2673

Año		2007
Nombre		Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.
Nemónico		SIDERC1
% de Adquisición propuesta		S/. 0.17
Inicio OPA	27/03/2007	S/. 2.15
15 días durante Vigencia OPA	20/04/2007	S/. 2.75
Término OPA	25/04/2007	S/. 0.36
15 días después OPA	18/04/2007	S/. 2.68
Precio Ofrecido		S/. 1.38

Año		2007
Nombre		Compañía Minera Poderosa S.A.
Nemónico		PODERC1
% de Adquisición propuesta		25.000%
15 días antes de OPA	13/04/2007	S/. 6.30
Inicio OPA	04/05/2007	S/. 6.10
15 días durante Vigencia OPA	25/05/2007	S/. 5.99
Término OPA	31/05/2007	S/. 5.87
15 días después OPA	25/06/2007	S/. 6.40
Precio Ofrecido		S/. 4.22
		DESIERTO

Año		2007
Nombre		Sociedad Minera Minera Cerro Verde S.A.A.
Nemónico		CVERDEC1
% de Adquisición propuesta		24.873%
15 días antes de OPA	12/07/2007	\$26.30
Inicio OPA	02/08/2007	\$ 27.30
15 días durante Vigencia OPA	23/08/2007	\$ 24.95
Término OPA	29/08/2007	\$ 24.60
15 días después OPA	20/09/2007	\$ 26.11
Precio Ofrecido		\$ 14.40
		DESIERTO

Año		2007
Nombre		Complejo Agorindustrial Cartavio S.A.A.
Nemónico		PODERC1
% de Adquisición propuesta		24.950%
15 días antes de OPA	18/10/2007	S/. 23.80
Inicio OPA	09/11/2007	S/. 24.80
15 días durante Vigencia OPA	22/10/2007	S/. 23.80

Término OPA	06/12/2007	S/. 24.76
15 días después OPA	28/12/2007	S/. 21.50
Precio Ofrecido		S/. 25.92

Año		2008
Nombre		Caja Rural de Ahorro y Crédito del Sur S.A.A.
Nemónico		CAJSURC1
% de Adquisición propuesta		100.000%
15 días antes de OPA	18/10/2007	*-.*
Inicio OPA	09/11/2007	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	22/10/2007	*-.*
Término OPA	06/12/2007	*-.*
15 días después OPA	28/12/2007	*-.*
Precio Ofrecido		S/. 141.41
Valor Nominal		40

Año		2008
Nombre		Inversiones Pacasmayo S.A.
Nemónico		IMPACBC1
% de Adquisición propuesta		2.898%
15 días antes de OPA	02/01/2008	*-.*
Inicio OPA	17/01/2008	S/. 4.94
15 días durante Vigencia OPA	07/02/2008	S/. 5.05
Término OPA	13/02/2008	S/. 5.25
15 días después OPA	05/03/2008	S/. 5.09
Precio Ofrecido		\$ 0.87971224

Año		2008
Nombre		Compañía Minera Milpo S.A.A.
Nemónico		MILPOC1
% de Adquisición propuesta		20.930%
15 días antes de OPA	04/03/2008	S/. 6.20
Inicio OPA	27/03/2008	S/. 8.05
15 días durante Vigencia OPA	17/04/2008	S/. 9.65
Término OPA	23/04/2008	S/. 9.21
15 días después OPA	19/05/2008	S/. 10.84
Precio Ofrecido		\$ 2.87000000

Año		2008
Nombre		Luz del Sur S.A.A.

Nemónico		LUSURC1
% de Adquisición propuesta		23.540%
15 días antes de OPA	25/03/2008	S/. 0.85
Inicio OPA	27/03/2008	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	17/04/2008	*-.*
Término OPA	23/04/2008	*-.*
15 días después OPA	19/05/2008	*-.*
Precio Ofrecido		\$ 1.75810000

Año		2008
Nombre		Mapfre Perú Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. (fusionada con Latina Seguros y Reaseguros S.A.)
Nemónico		MAPFREC1
% de Adquisición propuesta		1.020%
15 días antes de OPA	30/05/2008	*-.*
Inicio OPA	20/06/2008	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	11/07/2008	*-.*
Término OPA	17/07/2008	*-.*
15 días después OPA	04/08/2008	*-.*
Precio Ofrecido		\$ 0.68000000

Año		2008
Nombre		Scotiabank Perú S.A.A.
Nemónico		SCOTIAC1
% de Adquisición propuesta		22.2872%
15 días antes de OPA	17/06/2008	S/. 135.00
Inicio OPA	08/07/2008	S/. 118.00
15 días durante Vigencia OPA	31/07/2008	S/. 105.00
Término OPA	06/08/2008	S/. 102.00
15 días después OPA	27/08/2008	S/. 92.00
Precio Ofrecido		\$ 21.79945710

Año		2008
Nombre		EDEGEL S.A.A.
Nemónico		EDEGELC1
% de Adquisición propuesta		23,7759% Emitidas ; 59,175% de no propiedad del oferente o su Grupo Finaciero
15 días antes de OPA	05/09/2008	S/. 1.50
Inicio OPA	29/09/2008	S/. 1.60
15 días durante vigencia OPA	21/10/2008	S/. 1.57
Término OPA	27/10/2008	S/. 1.56

15 días después de OPA	17/11/2008	S/. 1.18
Precio Ofrecido		S/. 1.54

Año		2008
Nombre		EDELNOR
Nemónico		EDELNOC1
% de Adquisición propuesta		24 % Emitidas ; 60 % de no propiedad del oferente o su Grupo Finaciero
15 días antes de OPA	05/09/2008	S/. 2.52
Inicio OPA	29/09/2008	S/. 2.35
15 días durante Vigencia OPA	21/10/2008	S/. 2.34
Término OPA	31/10/2008	S/. 2.35
15 días después OPA	26/11/2008	S/. 2.37
Precio Ofrecido		S/. 2.46

Año		2008
Nombre		Profuturo AFP S.A.
Nemónico		PROFUTC1
% de Adquisición propuesta		4.9350%
15 días antes de OPA	16/10/2008	*-.*
Inicio OPA	07/10/2008	*-.*
15 días durante Vigencia OPA	29/10/2008	*-.*
Término OPA	04/11/2008	*-.*
15 días después OPA	27/11/2008	*-.*
Precio Ofrecido		S/. 11.16

Año		2009
Nombre		Compañía Minera Atacocha S.A.A.
Nemónico		ATACOAC1
% de Adquisición propuesta		100% Clase A, que no sean de propiedad de Oferente
15 días antes de OPA	15/07/2009	S/. 3.10
Inicio OPA	10/08/2009	S/.3.50
15 días durante Vigencia OPA	31/08/2009	S/. 3.05
Término OPA	04/09/2009	S/. 3.00
15 días después OPA	25/09/2009	S/. 2.76
Precio Ofrecido		S/. 1.492

Tabla 34 Cotización Luz del Sur

Fecha cotización	Cierre/ Cotización	Fecha cotización	Cierre/Cotización
31/10/2011	6.43	06/09/2011	6.3
28/10/2011	6.43	05/09/2011	6.4

27/10/2011	6.28	02/09/2011	6.4
26/10/2011	6.28	01/09/2011	6.37
25/10/2011	6.36	31/08/2011	6.25
24/10/2011	6.28	29/08/2011	6.25
21/10/2011	6.2	26/08/2011	6.21
20/10/2011	6.2	25/08/2011	6.21
19/10/2011	6.2	24/08/2011	6.23
18/10/2011	6.1	23/08/2011	6.21
17/10/2011	6.2	22/08/2011	6.2
14/10/2011	6.2	19/08/2011	6.2
13/10/2011	6.2	18/08/2011	6.26
12/10/2011	6.1	17/08/2011	6.26
11/10/2011	6.1	16/08/2011	6.26
10/10/2011	6	15/08/2011	6.26
07/10/2011	6	12/08/2011	6.25
06/10/2011	5.97	11/08/2011	6.25
05/10/2011	6.12	10/08/2011	6.15
04/10/2011	6.12	09/08/2011	6.05
03/10/2011	6.15	08/08/2011	6.2
30/09/2011	6.13	05/08/2011	6.3
29/09/2011	6.15	04/08/2011	6.66
28/09/2011	6.25	03/08/2011	6.7
27/09/2011	6.15	02/08/2011	6.7
26/09/2011	6.15	01/08/2011	6.65
23/09/2011	6.15	27/07/2011	6.62
22/09/2011	6.27	26/07/2011	6.6
21/09/2011	6.4	25/07/2011	6.6
20/09/2011	6.4	22/07/2011	6.6
19/09/2011	6.5	21/07/2011	6.5
16/09/2011	6.4	20/07/2011	6.4
15/09/2011	6.25	19/07/2011	6.25
14/09/2011	6.21	18/07/2011	6.1
13/09/2011	6.21	15/07/2011	6.2
12/09/2011	6.21	14/07/2011	6.2
09/09/2011	6.24	13/07/2011	6.25
08/09/2011	6.25	12/07/2011	6.2
07/09/2011	6.3	11/07/2011	6.2
		08/07/2011	6.2
		07/07/2011	6.02
		06/07/2011	6.1
		05/07/2011	6.15
		04/07/2011	6.15
		01/07/2011	6.2

ANEXO 12 Antecedentes históricos legales de las Ofertas Públicas en el Perú

La CONASEV y las Ofertas Públicas

La entidad responsable para ordenar, reglamentar y supervisar el mercado de valores en el Perú es la Superintendencia de Mercado de Valores⁸⁸ (SMV), anteriormente conocida como CONASEV⁸⁹ creada en 1968 y reglamentada en 1972⁹⁰, habiendo estado facultada para dictar normas relativas a las Ofertas Públicas de valores recién en 1981⁹¹.

Esta orientación normativa sobre las Ofertas Públicas ha variado según los lineamientos constitucionales de las Constituciones de 1933⁹², 1979 y 1993. Particularmente la Constitución de 1979 y 1993 contienen un sector de normas, principios y valores dedicado específicamente a la materia económico-financiera

⁸⁸ Siendo su finalidad el velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos. Consúltese sobre la Finalidad y Funciones en la página oficial web de la SMV. www.smv.gob.pe

⁸⁹ En el año de 1968 el presidente Fernando Belaunde Terry promulgó la Ley N° 17020 mediante la cual se crea a la Comisión Nacional de Valores para ordenar, reglamentar y supervisar el mercado de valores mobiliarios. Esta función fue interrumpida tras el golpe de Estado de Juan Velasco Alvarado el mismo año de la creación de la Comisión Nacional de Valores. En este dispositivo Legal podemos encontrar la primera referencia a las Ofertas Públicas, las cuales en ese tiempo se venían realizando pero sin una regulación específica. Esta norma indicó: “Sólo se podrá realizar oferta pública de valores mobiliarios nacionales o extranjeros, cualquiera que sea el medio que se emplee, si la entidad emisora se encuentra inscrita en los Registros de la Comisión Nacional de Valores” (Artículo 8° de la Ley N° 17020). No obstante, la Comisión Nacional de Valores inició sus funciones a través del Decreto Ley N° 18302 recién en el año 1970. Esta norma justificó su promulgación “debido a que [era] necesario contar con un eficiente mercado de capitales para atender el crecimiento del desarrollo de la Economía peruana, canalizándola hacia las fuentes productivas, [y así mismo] para lograr contar con un marco legal que norme las actividades bursátiles de nuestro mercado de valores [y debido también a] que la Ley N° 17020 no [respondía] en su totalidad a los fines de promover la inversión en valores mobiliarios en un ordenado desarrollo del mercado de capitales en el país”. Así mismo se encargó “establecer los requisitos de inscripción en los registros de la Comisión, de las entidades emisoras e intermediarias que realicen Oferta Pública de valores; y autorizar en cada caso las Ofertas Públicas de valores, aprobando el monto de la emisión, sus condiciones y características, así como las modalidades de su colocación, aunque ésta haya de realizarse en el extranjero.” (Artículo 6° del Decreto Ley N° 18302)

⁹⁰ mediante Decreto Ley N° 19648 se autorizó que de allí en adelante la Comisión Nacional de Valores se denominará *Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores* facultándola para ejercer la supervigilancia —o supervisar— de las personas jurídicas organizadas de acuerdo a la Ley de Sociedades Mercantiles. Y recién en este momento se encargó al Directorio de dicha Comisión la elaboración del proyecto de su Reglamento. Y ya en 1992 se aprueba el *Texto Único Concordante de la Ley Orgánica de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores*, mediante Decreto Ley N° 26126, precisándose que el Directorio tendría la facultad de fijar los requisitos y procedimientos para la inscripción de valores de Oferta Pública en el Registro Público de Valores e Intermediarios.

⁹¹ mediante Decreto Legislativo N° 198 se promulgan la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) teniendo su Directorio, entre otras atribuciones, la de dictar normas relativas a las Ofertas Públicas de valores, así como autorizarlas.

⁹² En la Constitución de 1933 se estableció que el Estado reconocía la Libertad de Comercio e Industria. Sin embargo, esta Carta Magna no trató en forma amplia y orgánica el tema del sistema económico o, como también se le denomina, el régimen económico. (Academia Internacional de Derecho Tributario, 2010)

conocido como *Constitución económica*⁹³ en la cual se recoge, reconoce o regula el fenómeno económico⁹⁴ del Estado. (Yacolta Estares 2010: 75-77)

La Constitución de 1979 consagró un modelo económico neoliberal, pero con un componente constitucional de hondo significado social, dando énfasis a la economía social de mercado⁹⁵, al rechazo moderado al monopolio y al oligopolio, la libertad de comercio y de industria. (Yacolta Estares 2010: 78)

La Constitución de 1993 contiene variantes importantes de la Constitución de 1979, subsistiendo la constitución económica inaugurada por esta⁹⁶, estimulando, promoviendo la libre competencia con la característica de que la intervención del Estado en el mercado se condiciona a la imposibilidad de los privados no puedan satisfacer una necesidad del mercado; distinto a lo establecido en la Carta de 1979 donde su participación era principal e irrestricta (Revoredo 2011)

Antecedentes de Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición

El primer Reglamento de las Ofertas Públicas de Adquisición fue aprobado mediante Resolución CONASEV N° 280-94-EF-94.10 en el año 1994, en atención al Decreto Legislativo N° 755 – Ley de Mercado de Valores⁹⁷, que disponía “que toda persona natural o jurídica que pretenda adquirir directa o indirectamente en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad que negocia sus valores

⁹³ En “La Constitución Comentada” Tomo I. Editorial Gaceta Jurídica. Véase referencia 1091 sobre el Régimen Económico: — Bidart Campos, Germán. Lo Constitución económica. (Un esbozo del Derecho Constitucional argentino). En: “Cuestiones Constitucionales, Revista Mexicana de Derecho Constitucional” (sic), N° 6, enero-julio, 2002—

Así mismo, “en un inicio la expresión “constitución económica” y, por cierto, las reflexiones conceptuales sobre la misma, aparecen utilizadas por los economistas como sinónimo de “orden económico” o “sistema económico”, pero sin connotaciones jurídicas; y es recién la escuela neoliberal de Friburg de W, Eucken y F. Bohn la que lo acuñó para el Derecho como “dirección global sobre el orden de la economía de una comunidad”. Con el discurrir del tiempo se va produciendo un curioso fenómeno, en cuya virtud los economistas van dejando de lado su interés por el tema y ésta convirtiéndose en punto de especial reflexión y desarrollo para los constitucionalistas, al extremo que hay en día resulta innegable que la Constitución Económica ocupa un lugar preferente en el electo de instituciones importantes de grandes proyecciones de Derecho Constitucional contemporáneo.” (Academia Internacional de Derecho Tributario, 2010)

⁹⁴ como la regulación de la propiedad, de la economía pública y privada, de la actuación de los agentes económicos, de las reglas del mercado y de la empresa.

⁹⁵ La Economía Social de mercado es una condición importante del Estado social y Democrático de Derecho, la cual en suma, trata de una economía que busca garantizar que la productividad individual sea, por contrapartida, sinónimo de progreso social. (Walter Gutierrez, 2006). Teniendo el Estado una participación menos activa, en lo que se refiere a su intervención en el Mercado; buscando ser el ente integrador del orden político y social, y el regulador de la estructura social, que asegure el ejercicio de los derechos fundamentales de las personas

⁹⁶ La Carta de 1993 ha optado por un modelo económico liberal, en el que la intervención del Estado se expresa estimulando, promoviendo la libre competencia y orientando el desarrollo del país en áreas sustantivas para el funcionamiento de los servicios esenciales.” (Walter Gutierrez 2006)

⁹⁷ En el Art. 33 de esta Ley se señala que “Corresponde a la CONASEV dictar las normas sobre la preparación, publicación e información a que deben sujetarse las personas naturales o jurídicas que pretendan efectuar una oferta pública de adquisición con el objeto de alcanzar la capacidad decisoria en una sociedad. Así mismo, precisar los alcances de este último concepto y fijar los plazos de la oferta, la aceptación y la contra - oferta de la oferta pública.”

mobiliarios en Bolsa con el objeto de alcanzar en ella capacidad decisoria, debe efectuar una oferta pública de adquisición⁹⁸.

El segundo Reglamento⁹⁹, aprobado mediante Resolución Conasev N° 630-97-EF-94.10 del año 1997, se introdujo nuevos alcances sobre el concepto de participación significativa, reglamentó además las Ofertas Públicas de Compra, desarrollando un poco más el Mercado Secundario recogido en la Ley de Mercado de Valores. Este reglamento pretendió dar mayor facilidad en la lectura del Reglamento de las OPA's, así como facilitar en su interpretación.¹⁰⁰ Dándose un mayor énfasis en desarrollar la transparencia en el mercado (a través de mayores exigencias de información al oferente, para citar un ejemplo), y dar mayor protección a los inversionistas.

El Tercer Reglamento, aprobado mediante Resolución Conasev N° 088-2000-EF-94.10 del año 2000 se dictó debido a que la Ley General de Sociedades – Ley N° 26887 fue emitida con posterioridad al segundo reglamento señalado en el párrafo anterior¹⁰¹; por lo que tuvo que haber una adaptación a la nueva Ley societaria. En esta se contempló diversas formas de reorganización societaria que no estaban previstas en el Reglamento de las OPA's, tales como reorganizaciones societarias simples, fusiones y escisiones, entre otras. Además que en éste se revisó los supuestos de adquisición indirecta, la eficacia de la regla de la razón determinante, el tratamiento de las adquisiciones involuntarias de control, entre otros. Poniéndose atención en los aspectos relativos a la información proporcionada a los accionistas a fin que estos se formen un juicio fundado sobre las ventajas y/o desventajas de participar en la OPA¹⁰²

No obstante los esfuerzos de la reglamentación de las OPAs, se puede observar que la CONASEV, ha tenido que dictar normas para determinar la interpretación de algunos artículos del Reglamento de las OPA's¹⁰³.

Luego, de varias modificaciones ante nuevos supuestos, —como la posibilidad de lograr una exclusión, es decir, para “liberarse” de una empresa cuyos valores dejaron de estar inscritos en el Registro Público de Mercado de Valores— en el 2006, se aprueba el Cuarto Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de compra de valores por Exclusión, aprobado mediante Resolución CONASEV 009-2006-EF-94.10; este Reglamento se encuentra actualmente vigente.

En este Reglamento, la justificación para su emisión giró en torno a la dinámica del mercado, la realidad peruana tomando en cuenta estándares internacionales¹⁰⁴ de actividad bursátil, considerando los principios de transparencia y protección al inversionista.

⁹⁸ Específicamente, en el Capítulo IV del Título Segundo del Decreto Legislativo N° 755, Ley del Mercado de Valores, referentes a la Oferta Pública de Adquisición.

⁹⁹ Reglamento que llevó la nómina de “Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión”

¹⁰⁰ Esto se desprende de la exposición de motivos del Artículo 2° del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión

¹⁰¹ El segundo reglamento se aprobó en el mes de octubre de 1997; no obstante, la Ley General de Sociedades en diciembre de ese mismo año, lo cual motivó que 3 años más tarde se tenga que emitir un nuevo Reglamento de OPAs.

¹⁰² Ver considerandos de la RESOLUCION CONASEV N° 088-2000-EF-94.10

¹⁰³ Esto lo podemos observar en la RESOLUCIÓN CONASEV N° 002-2005-EF-94.10

¹⁰⁴ Ver considerandos de la RESOLUCION CONASEV N° 009-2006-EF-94.10

LISTA DE REFERENCIA

- ALVARES DE MOLINA, Francisco
1999 “No le digas a mi madre que trabajo en Bolsa”. Madrid.
Editorial Alianza.
- BAGUR Lorenzo y Jose Luis BONED
2001 “Invertir y Ganar en Bolsa con Internet - Todas las Claves para
operar On Line”. Madrid: Editorial Gestión 2000.
- BVL - BOLSA DE VALORES DE LIMA
2000 “Oferta Pública de Adquisición de Acciones Representativas
Del Capital Social de compañía cervecera del sur del Perú
S.A.A.” En: Boletín Diario de fecha 24 de Abril de 2000 Año
II N° 327. Consulta: 20 de mayo de 2012
< <https://www.bvl.com.pe/pubdif/boldia/20000424.pdf>>
- CACHÓN BLANCO, José Enrique
1999 “200 preguntas sobre los Mercados de Valores” Madrid.
Editorial: La Ley – Actualidad S.A.
- COSTANZA, Robert y otros
2009 “Beyond GDP: The need for new measures of progress”.
Boston University The Frederick S. Pardee Center - for the
Study of the Longer-Range Future(4). pp. 1-37. Consulta: 12
de setiembre de 2012
< [http://www.bu.edu/pardee/files/documents/PP-004-
GDP.pdf](http://www.bu.edu/pardee/files/documents/PP-004-GDP.pdf)>
- CONASEV
2002 “Declaran infundadas diversas denuncias en torno a la OPA
formulada por Compañía Minera Milpo S.A.A” Resolución del
tribunal administrativo de CONASEV N° 035-2002-EF/94.12.
Fecha de Publicación: 7 de julio de 2002.
- COX, James D., Robert W. MILLMAN y Donald C. LANGEVOORT
2009 “Securities Regulation Cases and Materials”. London: Little,
Brown and company.
- DE SOTO, Hernando
2009 “El Otro Sendero”. Lima: Grupo editorial Norma
- DE CÁRDENAS SMITH, Carlos
1993 “Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición”.
Madrid: Civitas Ediciones. Primera Edición.
- ECHAÍZ MORENO, Daniel
2013 “Los Paraísos Fiscales y las empresas off-shore”, en
Actualidad Jurídica, tomo 231 – Febrero 2013. Editorial
Gaceta Jurídica. pp. 249 - 257

- EGEA, Carlos
2005 “La Reforma del Marco Institucional del Mercado de Valores Europeo”. En MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, Alfonso y otros (coordinadores). El Espacio Financiero Único en la Unión Europea. Madrid: Marcial Pons, pp. 21 – 43.
< <http://www.csef.it/WP/wp58.pdf> >
- EL COMERCIO
2012 “Grupo Brescia adquirió el 100% de CST Resources por US\$505 millones” El Comercio. Lima, 23 de abril de 2012. Consulta: 10 de mayo de 2012.
<<http://elcomercio.pe/economia/1405623/noticia-grupo-brescia-adquirio-100-cst-resources-us505-millones>>
- FARRAN, Sue
2003 “Historical development of different legal systems, legal imperialism and the global reach of legal families” Consulta: 13 de marzo de 2013.
<[http://www.vanuatu.usp.ac.fj/courses/LA318_Comparative_Legal-Systems/LA318_3_historical_dev.html#The Germanic legal system](http://www.vanuatu.usp.ac.fj/courses/LA318_Comparative_Legal-Systems/LA318_3_historical_dev.html#The_Germanic_legal_system)>
- FELD, Lars P. y Stefan VOIGT
2003 “Economic Growth and Judicial Independence: Cross Country Evidence Using a New Set of Indicators”. Cesifo Working Paper N° 960. Consulta: 15 de marzo de 2012.

<<http://www.international.ucla.edu/cms/files/PERG.feld.pdf>>
- FIGUEROA, Adolfo
2001 “Reformas en Sociedades Desiguales”. Lima: Pontificia Editorial Católica del Perú, Fondo Editorial.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier
1996 “La OPA Obligatoria” Madrid: Civitas Ediciones S.L
- HERITAGE
2010 “Freedom from corruption index” Consulta: 05 de mayo de 2012
<<http://www.heritage.org/index/freedom-from-corruptio> >
- HOPT, Klaus J.
2010. “Estudios del Derecho de Sociedades y el Mercado de Valores” Coordinación de Santiago Hierro Anibarro. Madrid: Marcial Pons
- HUSSEIN-ISSA JRAB, Mohd

- 1997 “Aspectos Económicos-Contables en las OPAs”. Editorial Universidad de Valladolid. Zaragoza.
- ISLA, Ronny
2012 “¿Por qué Facebook compró Instagram, una empresa que no genera ganancias?” El Comercio. Lima, 15 de abril de 2012. Consulta: 01 de enero de 2013.
< <http://elcomercio.pe/tecnologia/1401126/noticia-que-facebook-compro-empresa-que-no-genera-ganancias-llamada-instagram>>
- JAPPELLI, Tulio, Marco PAGANO y Magda BIANCO
2001 “Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets”. Dipartimento Di Scienze Economiche – Universidad Degli Studi Di Salerno. Centre for Studies in Economics and Finance. Work Paper N° 58, pp. 1-41. Consulta: 15 de marzo de 2012
- KELSEN, Hans
1982 “Teoría Pura del Derecho” Traducción de Roberto J. Vernengo. Universidad Autónoma de México. México: Instituto de Investigaciones Jurídicas.
- KORNHAUSER, Lewis A.
2004 “Governance Structures, Legal Systems, and the Concept of Law” The Chicago-Kent Law Review. Consulta: 13 de marzo de 2013.
<<http://www.cklawreview.com/wp-content/uploads/vol79no2/Kornhauser.pdf>>
- LA PORTA, Rafael y otros
1999 “Corporate Ownership Around the World”. En: The Journal of Finance – Vol. LIV, N° 02. Consulta: 30 de marzo de 2013.
< <http://faculty-research.edhec.com/mailling/drd/flds/corporateownershiparoundtheworld.pdf>>
- LUMBRERAS, José Carlos
2010 “Los Principales Grupos Económicos del Perú (1986–2010)” Consulta: 08 de mayo de 2012.
<<http://gruposeconomicosperu.perutop10000.com.pe/b/?p=6>>
- 2012 “¿Que es un Grupo Económico? (algunas definiciones)” Consulta: 08 de mayo de 2012.
<<http://gruposeconomicosperu.perutop10000.com.pe/b/?p=14>>
- 2004 “Making Judges Independent – Some Proposals Regarding the Judiciary” Cesifo Working Paper No. 1260. Consulta: 15 de marzo de 2012.

<http://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP/CESifoWPdetails?wp_id=14559328>

MINGUEZ PRIETO, Rafael

2009 “El nuevo Régimen Jurídico de las OPAs en el marco de la evolución del Derecho Español” Javier García de Enterría y otros (directores) La regulación de las OPAS: comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio. Madrid: Civitas Ediciones S.L, pp. 45-58

PAZ-ARES, Cándido

2010 “La Ley, el Mercado y el Gobierno de Sociedades”. *Compendio de Mercado de Valores*. Lima: IUS ET VERITAS – Editora y Distribuidora Ediciones Legales E.I.R.L.

PERÚ 21

2007 “Grupo Gloria compra mayoría de la azucarera Cartavio” Lima, 03 de mayo de 2007. Consulta 12 de marzo de 2012 <<http://peru21.pe/noticia/88811/grupo-gloria-compra-mayoria-azucarera-cartavio>>

2012

“Poco avance en Libre Economía”. Lima, 13 de enero de 2012. Consulta: 10 de marzo de 2012. < <http://peru21.pe/2012/01/13/impresapoco-avance-libre-economia-2007258> >

POSTIGO BAZÁN, Ricardo

2010 “Mejorando el Gobierno Corporativo OPA’s, Mercado de Control y Mercado de Valores en el Perú”. En: *Compendio de Mercado de Valores*. Lima, Ediciones Legales E.I.R.L. pp. 193-243

RPP Noticias

2011 “Bolsa se desploma ante resultado de elecciones y cae 8,71% en apertura” RPP Noticias. 06 de junio de 2011. Consulta 28 de enero de 2013. <http://www.rpp.com.pe/2011-06-06-bolsa-se-desploma-ante-resultado-de-elecciones-y-cae-8-71-en-apertura-noticia_372751.html>

REVOREDO, Delia

2011 Entrevista sobre las diferencias entre la Constitución de 1979 y la Constitución de 1993. En [larepublica.pe](http://www.larepublica.pe) <<http://www.larepublica.pe/07-08-2011/pros-y-contras-de-las-constituciones-de-1979-y-de-1993>>

SALA I ANDRÉS, Ana María

2000 “Las OPAs obligatorias ordinarias”. Barcelona: J.M. Bosch editor – Editorial Jurídica.

- SÁNCHEZ ZORRILLA, Manuel
2006 “Guía para elaborar Tesis” Universidad Nacional de Cajamarca – Facultad de Derecho y Ciencias Políticas.
- SPAMANN, Holger
2009 “Contemporary Legal Transplant - Legal Families and the difussion of (corporate) Law”. Harvard Law School. Discussion Paper N°. 28, pp. 1-66 Consulta: 07 de marzo de 2012.
<http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Spamann_28.pdf>
- UNIVERSITÉ D’OTTAWA
Grupo de Investigación sobre los Sistemas jurídicos en el mundo. Consulta: 06 de marzo de 2013.
< <http://www.juriglobe.ca/esp/index.php>>
- UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY
2010 “The Common Law and Civil Law Traditions” The Robbins Collection. EEUU: University of California at Berkeley, School of Law (Boalt Hall). Consulta: 13 de marzo de 2013.
<<http://www.law.berkeley.edu/library/robbins/pdf/CommonLawCivilLawTraditions.pdf>>
- VISHNY, Robert W.
1998 “Law and Finance”. Journal of Political Economy. Chicago, 1998, Vol. 106. N° 6, pp. 1113 – 1155. Consulta: 07 de marzo de 2012.
<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/law_finance.pdf>
- TRANSPARENCY INTERNATIONAL
2007 “Global Corruption Report - Corruption in Judicial System”. Consulta: 20 de marzo de 2012
<http://assets.cambridge.org/97805217/00702/frontmatter/9780521700702_frontmatter.pdf>
- 2011 “Corruption Perceptions Index 2011”. Consulta 15 de mayo de 2012.
< <http://www.transparency.org/cpi2011/results>>
- “Corruption Perceptions Index” Consulta 22 de marzo de 2013.
< <http://www.transparency.org/research/cpi/>>
- “Corruption Perception Index 1995 - 2000” Consulta: 22 de marzo de 2013.
<http://archive.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/previous_cpi>

VALCÁLCER, Márcer
2011

“Propuestas sobre Desarrollo en el Perú” Cuaderno de Trabajo N° 14. Pontificia Universidad Católica del Perú, Departamento de Ciencias Sociales. Consulta: 03 de marzo de 2013

<<http://departamento.pucp.edu.pe/ciencias-sociales/files/2012/05/cuaderno14Valcarcel1.pdf>>

VIVES RUIZ, Fernando
2008

“Las Operaciones de “Public to Private” en el derecho de OPAs español” España. Editorial Civitas S.L.

WIKIPEDIA
2013

Legal Systems Of The World Map. Consulta 06 de marzo de 2013.

<<http://commons.wikimedia.org/wiki/File:LegalSystemsOfTheWorldMap.png>>

YACOLTA ESTARES, Daniel y otros.

2010

“Introducción al Derecho Financiero y Tributario” Lima, Jurista Editores.