

Squeeze out y salida del régimen de oferta pública de acciones en la República Argentina

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. Planteamiento	4
II. La transparencia en la gestión social de la S.A. cotizada española: El modelo voluntario.	5
III. Modelo voluntario o modelo imperativo: esa es la cuestión.	6
IV. El comité de auditoría, el de remuneración y el de nombramiento.	7
V. Transparencia en la gestión y remuneración del director: El comité de remuneración en el Código Olivencia.	8
VI. Transparencia en la gestión y elección de comité de auditoría: El comité de nombramiento en el Código Olivencia.	12
VII. La experiencia española.	13
VIII. Colofón.	14

A. El régimen de Oferta Pública de Adquisición y algunas experiencias recientes

1. *La Oferta Pública de Adquisición obligatoria*

Nuestro mercado de capitales se ha enrolando detrás de los sistemas jurídicos comparados que imponen la adquisición de participaciones accionarias minoritarias frente a situaciones de cambio de control de una compañía pública; sistema conocido como: Oferta Pública de Adquisición obligatoria.

Este tipo de Oferta Pública de Adquisición ("OPA" u "Oferta Pública de Adquisición") no merece mayores reparos y no inquieta su incorporación a nuestro sistema, puesto que la OPA obligatoria se presenta como un dato modernizador de nuestro mercado de capitales a tono con los sistemas imperativos reconocidos a nivel mundial desde el célebre *City Code on Take - overs and Mergers* del Reino Unido de Gran Bretaña: piedra angular del sistema de OPA imperativa.

La Oferta Pública de Adquisición de acciones resultará obligatoria en nuestro mercado de capitales no sólo para el supuesto de cambio de control de la sociedad cotizada; sino, además, para los casos de: 1) adquisición indirecta de acciones, 2) rescate de acciones, 3) contratos de underwriting, 4) recompra de acciones propias, 5) retiro del régimen de oferta pública y 6) adquisición de participaciones residuales; esto último por encontrarse la sociedad cotizada sometida a una situación de control casi total.

Interesa aquí reflexionar sobre el funcionamiento del sistema de OPA obligatoria tanto para la toma de control como para la consolidación de dicho control, supuesto éste configurado cuando la sociedad cotizada se encuentre en una situación de control casi total.

2. *La Oferta Pública de Adquisición obligatoria (optativa)*

Frente a este amplio abanico de situaciones donde el sistema impone lanzar al mercado una OPA a favor de los inversores externos (accionistas minoritarios); es de destacar que para el supuesto de cambio de control el sistema diseñado para nuestro mercado de capitales establece que la OPA obligatoria no será tal, si la sociedad *Target* incorpora a sus estatutos sociales una cláusula de no adhesión al "*Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria*".

El régimen estatutario optativo de oferta pública de adquisición obligatoria significa que la imperatividad del sistema es sólo voluntaria pues sólo se tornará obligatoria respecto de aquellos terceros que deseen adquirir acciones de sociedades cotizadas que no hayan previsto en sus estatutos la cláusula de no adhesión.

Por lo tanto el paquete accionario de control de sociedades cotizadas que hayan incorporado a sus estatutos sociales la cláusula de no adhesión al "*Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria*" podrá venderse sin que el adquirente esté obligado a lanzar al mercado una OPA. Con esta cláusula estatutaria se evita al comprador tener que lanzar forzosamente una OPA a los inversores externos (socios minoritarios); aunque sí podrá efectuarla voluntariamente; situación poco probable.

Si el adquirente de control desea deslistar la compañía *Target* deberá lanzar una OPA bajo el régimen de OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública.

Si el adquirente desea obtener el control total de la compañía *Target* podrá lanzar una OPA en carácter de voluntaria y si dicho control alcanza a una participación en el capital social igual o superior al 95% del capital, el adquirente podrá formular a los inversores externos (accionistas minoritarios residuales) una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición forzando la transferencia de las acciones del socio residual a nombre del controlante, retirando a la subsidiaria cotizada del régimen de oferta pública.

En mercados de capitales fuertemente concentrados como el nuestro donde las acciones de control están en manos de un puñado de personas fácilmente inidentificables y donde las acciones son activos financieros de exigua liquidez, el sistema de OPA obligatoria (optativo) permite negociar la transferencia del paquete de control evitando participar a los inversores externos (accionistas minoritarios) del mayor precio de venta obtenido por los controlantes por la prima de control pagada por el adquirente. En este aspecto nuestro mercado de capitales se encuentra en el mismo punto de partida previo a la sanción del decreto delegado 677/01 que incorpora el sistema de OPA obligatoria.

La participación del inversor minoritario en la prima de control en una suerte de "socialización" del precio de compra ha sido la piedra basal sobre el cual se edificó el sistema universal de OPA obligatoria desde el *City Code* de 1968 a nuestros días. La participación del inversor minoritario en la prima de control ha sido el racional económico de esta ingeniosa figura jurídica. Frente al régimen de OPA obligatoria (optativo) - al cual adhirieron más del 70% de las compañías listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires - queda fuertemente diluido en nuestro mercado de capitales la OPA obligatoria para la toma de control.

Así las cosas el adquirente de una compañía pública en la República Argentina deberá previamente consultar los estatutos sociales de la sociedad *Target* para saber si debe realizar una OPA de los accionistas inversores (vrg., Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Fondos Comunes de Inversión, etc). En el supuesto de no tener que realizarla porque la sociedad *Target* no adhirió al régimen estatutario de OPA obligatoria, si el adquirente desea incrementar su participación accionaria (sin alcanzar un control total o casi total), podrá formular una OPA (voluntaria). A tal efecto, el adquirente podría especular con el precio de cotización de la acción lanzando una OPA posterior cuando dicho precio alcance un nivel aceptable para el controlante; vale decir, un precio inferior al abonado a los socios de control¹. Bajo este mecanismo el inversor bursátil podría verse privado de participar del mayor precio (precio equitativo) pagado a los socios controlantes por las expectativas que genera en el mercado de valores el anuncio de venta del paquete de control².

No se puede perder de vista que el inversor estará ajeno a las negociaciones y que este tipo de transacciones suelen manejarse bajo el más absoluto hermetismo como consecuencia de convenios de confidencialidad y de no divulgación de información privilegiada que pueda alterar artificialmente el valor de cotización de los títulos.

De esta forma la toma de control de una compañía pública en la República Argentina bajo el mecanismo de OPA obligatoria se convierte en el régimen de excepción. Así lo indica la abrumadora cantidad de sociedades listadas que han adherido al régimen estatutario optativo, contradiciendo así dos principios básicos sobre los cuales se construyó el sistema de OPA obligatoria para la toma de control: (1) permitir al accionista externo participar de la ganancia de capital por la venta del control y (2) brindar un

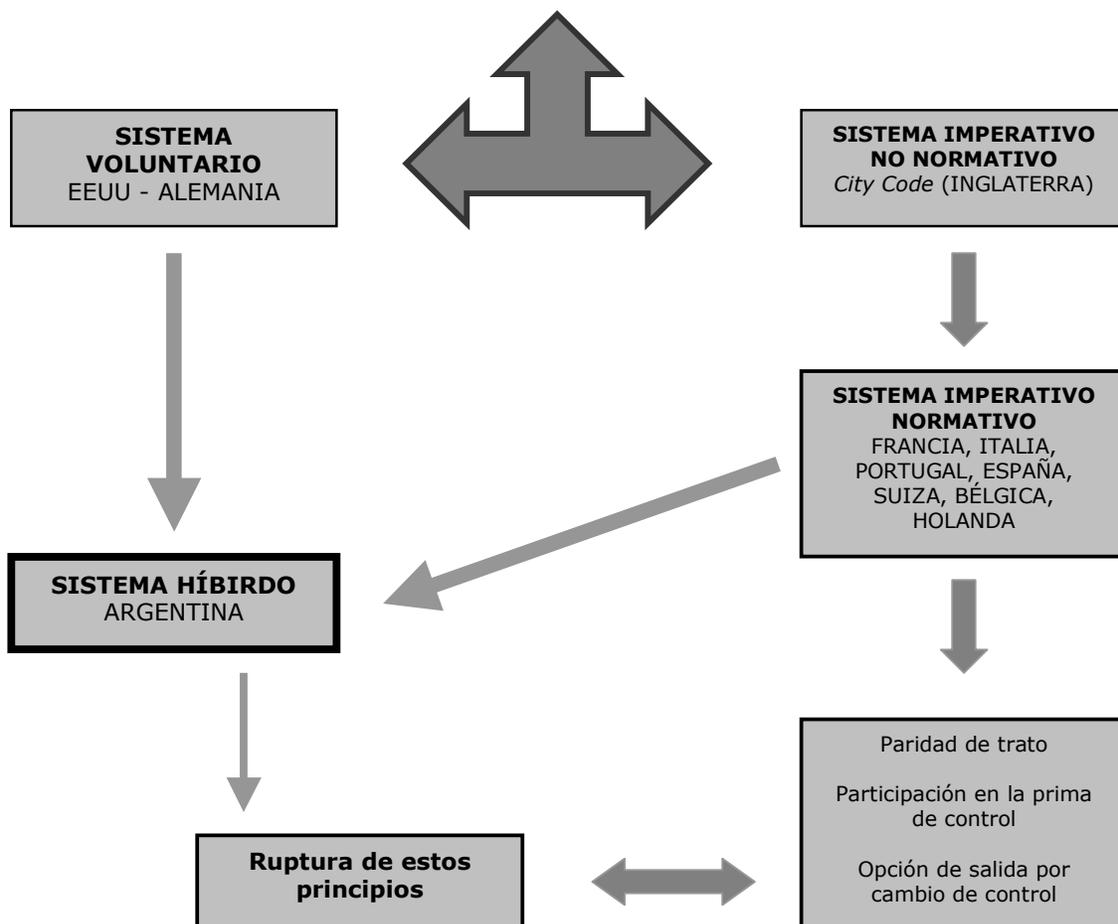
¹ Tengamos presente que el precio de compra del paquete de control podría superar el valor de cotización.

² Aquí tiene vital importancia las Normas sobre transparencia y de responsabilidad por *Insde Information* puesto que el régimen de OPA obligatoria (optativa) convierte la venta del paquete de control en una transacción privada donde cierta información privilegiada puede escaparse generando beneficios financieros especulativos para quienes ocupan posiciones de privilegio, que el sistema de OPA obligatoria tiende a minimizar por la mayor transparencia que este sistema impone a los operadores del mercado, managers y accionistas.

trato igualitario a todos los accionistas. La no adhesión al régimen de OPA obligatoria podría lucir discriminatorio provocando un efecto no querido: desalentar la inversión en acciones³.

El siguiente gráfico describe el régimen comparado de OPA obligatoria para la toma de control:

SISTEMAS DE OPA PARA LA TOMA DE CONTROL



³ Tengamos presente que el sistema de OPA obligatoria (estatutario optativo) se contradice con el mismo principio de trato igualitario reconocido en el artículo 22 del Decreto 677/01 cuya igualdad debe quedar reflejada en las mismas condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición

3. OPA obligatoria (estatutaria) por cambio de control: el caso Garovaglio & Zorraquín SA

Luego de la fusión entre Garovaglio & Zorraquín SA (sociedad absorbente) e Ipako SA (sociedad absorbida) los accionistas de control de la primera quedaron fuertemente diluidos y pasaron a tener el 32% del capital social y votos de Garovaglio & Zorraquín SA (luego de la fusión). La pérdida de control provocada por la reorganización social forzó incluir en los estatutos una cláusula anti *Take - Over* (hostil) que exigía a quien deseara adquirir más del 20% del capital social y votos de Garovaglio & Zorraquín SA lanzar una OPA al resto de los accionistas. Hasta tanto la OPA no fuera lanzada al mercado los derechos políticos de las acciones en exceso del techo del 20% quedaban suspendidos.

Por expresa previsión estatutaria de la sociedad *Target*, la OPA se tornaba obligatoria para todo potencial adquirente de control (similar cláusula supo tener YPF SA). Como no podía ser de otra manera la sociedad Garovaglio & Zorraquín SA rehusó adherirse al régimen optativo del Decreto, puesto que dicha adhesión implicará vulnerar el régimen anti *Take - Over* diseñado por la sociedad.

Aún cuando a primera vista la cláusula anti *Take - Over* diseñada en la sociedad Garovaglio pueda sonar a un <*Golden Parachute*> creado en beneficio de los socios controlantes (y así lo interpretó oportunamente la Comisión Nacional de Valores), lo cierto es que dicha cláusula tiende a beneficiar económicamente a todos los accionistas de la sociedad, puesto que si alguna persona deseara adquirir una cantidad de acciones tal que le permitiera obtener el control de la voluntad social deberá, previamente, lanzar una OPA al resto de los accionistas de la sociedad y por la totalidad del capital en circulación.

Esta fórmula de OPA obligatoria (estatutaria) busca proteger a la sociedad de una potencial toma de control hostil beneficiando a todos los accionistas (mayoritarios y minoritarios) quienes tendrán la oportunidad de participar - en paridad de condiciones - en el precio de compra para la toma de control, respetándose así el principio de trato igualitario y dándole a todos los accionistas la posibilidad de salir de la sociedad en caso de no compartir la política del management impuesto por el nuevo controlante. Mediante el sistema de OPA obligatoria (estatutaria) los socios externos quedan mejor protegidos que en el sistema de OPA obligatoria (optativa).

4. OPA voluntaria por adquisición de participación significativa: el caso Hulytego SA

Blue Navy SA, titular del 50,2198% del capital social de Hulytego SA anunció al mercado el 30 de marzo de 2005 la intención de adquirir la totalidad del paquete accionario de Hulytego SA ofreciendo por las acciones objeto de compra un precio de \$0,004173. Las acciones tienen un valor nominal de \$0,10. La oferta no quedó enmarcada dentro del supuesto de OPA obligatoria pues Blue Navy SA poseía el control del 50,2198% de los votos de la sociedad y siendo su intención adquirir más del 51% de los votos, el sistema impone al adquirente lanzar una oferta por hasta el 100% del capital flotante. De ser aceptada la oferta en su totalidad el paso siguiente será deslistar a Hulytego SA del régimen de oferta pública.

5. OPA obligatoria y salida del régimen de oferta pública: el caso CCI Concesiones SA

Al 28 de enero de 2005 la sociedad CCI Concesiones SA era una subsidiaria cotizada casi totalmente controlada por CCI Compañía de Concesiones de Infraestructura SA al 99,9953. O sea, CCI Concesiones SA estaba encuadrada bajo el supuesto de sociedad bajo control casi total, dando derecho a la sociedad controlante a formular una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición y consecuente exclusión de los socios residuales titulares de tan sólo 0,0047%. Aún frente a este extremo control accionario, CCI Compañía de Concesiones de Infraestructura SA optó por lanzar una OPA obligatoria por retiro voluntario del régimen de oferta pública.

Esta claro que si la oferta no es aceptada por los accionistas residuales dentro del plazo de la oferta, CCI Compañía de Concesiones de Infraestructura SA tendrá la opción de (1) excluirlos mediante la

Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición o, (2) dejarlos en la sociedad como socios minoritarios de una sociedad cerrada.

6. OPA obligatoria y salida del régimen de oferta pública: el caso Atanor SA

Atanor SA - como muchas otras compañías públicas - no adhirió al régimen de OPA obligatoria incorporando a sus estatutos sociales la cláusula de no adhesión. DA International poseía el 66,39% del capital social y votos de Atanor SA quedando en manos del público inversor el 33,61% restante. Si un tercero hubiera estado interesado en adquirir el control de Atanor SA le hubiera bastado negociar directamente con DA International el precio de compra y los términos del contratos de transferencia de acciones para que la operación quede concluida sin estar obligado a formular una OPA a los socios minoritarios. El sistema estatutario de OPA obligatoria (optativa) así lo permite.

Dentro del marco de un programa de reorganización del grupo Albaugh, DA International lanzó al mercado el 10 de noviembre de 2003 una OPA voluntaria con la firme intención de adquirir la totalidad del capital flotante de Atanor SA y consecuente salida del régimen de oferta pública. Bajo este mecanismo DA International buscó obtener el control total de Atanor SA ofreciendo a los inversores externos un "premio" por acción equivalente al 35% del precio promedio ponderado de cotización de las acciones de los últimos 90 días previos a la oferta. O sea un 35% más sobre el valor promedio de cotización de la acción.

Frente a esta OPA voluntaria se habrían dos posibles escenarios: que la oferta fuera totalmente aceptada, ó que fuera sólo aceptada parcialmente. En ambos escenarios DA International tenía la firme intención de deslistar a Atanor SA de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires retirándola del régimen de oferta pública de acciones. Esta intención estaba muy bien destacada en el prospecto de Oferta Pública de Adquisición.

Dentro del escenario de aceptación parcial de la OPA se habrían dos posible caminos: que DA International adquiriera menos del 95% del capital social de Atanor SA; ó que adquiriera más del 95% del capital social. En este segundo supuesto - y dentro de los seis meses de adquirida dicha participación - DA International podía formular a los accionistas externos residuales una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición por encontrarse Atanor SA en situación de control casi total. Este mecanismo de exclusión obligatoria de socios minoritarios residuales se lo conoce en el mercado bursátil como mecanismo de *Squeeze - out* o *Freeze - out*; hoy incorporado a nuestro mercado de capitales.

B. El régimen de Squeeze-out y algunas experiencias recientes

1. El régimen de *Squeeze - out* bajo el Derecho Argentino

Para que el régimen de exclusión obligatoria prospere en el mercado de capitales argentino, la sociedad listada en la Bolsa de Comercio debe encontrarse bajo una situación de control casi total que se configura cuando la persona controlante (sea una persona física o jurídica, o más de una, actuando de manera concertada) posea en la subsidiaria cotizada más del 95% del capital social. Dentro del plazo de seis meses de configurada dicha situación de control casi total la persona controlante debe formular a los inversores externos minoritarios residuales una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición. La formulación de esta declaración de adquisición tiene por efecto necesario el retiro del régimen de oferta pública de sus acciones de la subsidiaria cotizada bajo control casi total.

Si dentro del plazo de seis meses no se pone en marcha el mecanismo de exclusión cualquier socio residual (inversores minoritarios) puede intimar y forzar a la persona controlante para que ésta formule a

todos los accionistas externos una OPA. De esta forma se produce una suerte de OPA obligatoria impulsada a instancia de cualquier accionista externo residual.

Configurada esta particular situación de control quedan expeditas dos vías jurídicas para liquidar la posición de socio: por un lado nace a favor del inversor la opción de "salirse voluntariamente" de la sociedad intimando la formulación de la OPA; y por el otro, nace para el accionista controlante la opción de "desprenderse forzosamente" del socio externo mediante el mecanismo de la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición.

El inversor expulsado no puede impugnar la transferencia de sus acciones quedándole habilitado, sólo, discutir judicialmente el precio equitativo de la transferencia.

Si el accionista minoritario intima al controlante para que formule la OPA obligatoria siendo ésta omitida, el socio residual externo puede demandar judicialmente la transferencia forzosa de sus acciones (a nombre de la persona controlante) y la fijación judicial de un precio equitativo⁴.

O sea, producida la situación de control casi total tanto el socio minoritario como el controlante pueden rescindir parcialmente el contrato social con la nota característica de que en ambos casos tal resolución será forzosa. Con este mecanismo imperativo el sistema busca darle liquidez a participaciones accionarias minoritarias en situaciones extremas donde la sociedad cotizada es, de facto, una sociedad cerrada.

2. Fundamentos jurídicos y económicos del *Squeeze - out*

La exclusión del accionista externo ha sido justificada ponderando los costes y beneficios de la exclusión del socio externo cuando los proyectos empresariales pueden ponerse en riesgo por la existencia de una exigua minoría⁵.

Del lado de los costes del accionista externo se afirma que el principal coste que éste debe soportar se reduce al "coste de decepción": vale decir el coste de ver frustrada sus expectativas a los flujos de fondos futuros que pueda generar la compañía pública donde había invertido.

Del lado del accionista controlante (o si se quiere de la sociedad controlada pues aquí el interés es grupal), el beneficio para éstos estaría dado por el ahorro de costes que implica la mera ausencia de los accionistas residuales externos; por ejemplo: (i) la imposibilidad de integrar totalmente a la compañía dentro del grupo, (ii) el mantenimiento de cierta infraestructura para cumplir con los requisitos legales necesarios para celebrar las asambleas de accionistas y, (iii) el riesgo de extorsión o ejercicio abusivo de derechos por los accionistas externos forzando al socio controlante a someterse a pretensiones irrazonables. Anticipo que estos argumentos no me resultan convincentes por lo que expondré luego.

Quienes participan de este punto de vista sostienen que de no contarse con un sistema exclusión de socios residuales, los costes de transacción (vrg., reorganización del grupo económico) aumentarían exponencialmente porque el accionista externo se encontraría en una posición de poder tal, que el precio de compra de sus acciones no tendría techo. Esta posición de privilegio habilitaría conductas extorsivas⁶.

⁴ Vid., art. 27, 3er párrafo del decreto 677/01.

⁵ Este fundamento confirma la tesis de que la Declaración de Adquisición se da siempre dentro de un marco de reorganización empresarial o grupal donde el interés de los accionistas mayoritarios debe prevalecer sobre el de los accionistas minoritarios de la sociedad controlada.

⁶ Vid., PAZ ARES, Cándido. "Aproximación al estudio de los *squeeze out* en el derecho español". También puede consultarse a PIERRE, Alfredo. "El precio ofrecido en la oferta de exclusión: una aproximación comparatista franco española".

La justificación del sistema de *Squeeze out* estaría dado en que el controlante necesita de un bien que sólo se lo pueden procurar el socio externo: el controlante precisa de todas las acciones de la sociedad controlada para poder integrarla completamente al grupo. Se sostiene que si el control total no puede lograrse la transacción se vería frustrada en desmedro de muchos y para beneficio de unos pocos. Esta asimetría de coste - beneficio justificaría la aplicación del sistema⁷.

3. *Squeeze out* en el Derecho estadounidense

Como consecuencia de una fusión de compañías la exclusión de los socios minoritarios de la sociedad absorbida es posible en el Derecho estadounidense. Este fenómeno de exclusión se lo conoce en dicho país como "*Take out Merger*" presentándose con mayor ímpetu en los casos de fusión de sociedades fuertemente dominadas al 90% o más del capital; proceso que se instrumenta a través del denominado "*Short Form Cash Merger*" en alusión a procesos de fusión breves o resumidos. En estos procesos rápidos y expeditos el socio externo de la sociedad absorbida recibe por sus acciones un precio en efectivo u obligaciones de la sociedad resultante de la fusión. Las fusiones abreviadas y la exclusión del accionista externo de la sociedad controlada fue receptado en 1960 en la *Model Business Corporation Act* que lo incorpora como norma positiva tanto para las sociedades abiertas como cerradas⁸.

Cuando en el Derecho estadounidense la relación de control alcanza determinados umbrales (vrg., 80%, 90% o 95%) queda habilitado un mecanismo legal de consolidación del control total cuyo objetivo es suavizar el proceso de concentración de grupos permitiendo al socio controlante: (i) recurrir a la modalidad de fusión abreviada (*Short Form Cash Merger*) y, (ii) excluir a los socios externos de la sociedad controlada.

Admitiendo que la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición sólo puede formularse ante una situación de control casi total (95% del capital); se observa lo siguiente: una vez logrado el control total de la subsidiaria por medio del régimen de *Squeeze out*, si el controlante decide posteriormente fusionar ambos patrimonios tanto la sociedad totalmente controlada como la controlante deberán cumplir el trámite ordinario de fusión previsto en los arts. 82 a 87 de nuestra LSC⁹.

Hubiera sido aconsejable habilitar a las sociedades deslistadas seguir un procedimiento abreviado de fusión con su sociedad madre, evitando el camino formal de la fusión propia prevista para situaciones absolutamente ajenas a las *One Man Company*.

4. *Squeeze out* en el Derecho Argentino y el caso Siderca-Tenaris

⁷ En contra *vid.*, VAN THIENEN, Pablo "*La declaración de adquisición en la sociedad anónima cotizada bajo control casi total: la expropiación de acciones y la expulsión forzosa del accionista minoritario*". ED, 5 de marzo de 2004.

⁸ *Vid.*, entre otros: ARSHT, Samuel. "*Minority Stockholders' Freezouts Under Delaware Law*". Buss. Law. Rev. Vol. 32. May 1977.; BASTELL, Jeffrey. "*Minority Stockholders' Freezouts Under Wisconsin Law*". Buss. Law. Rev. Vol. 32. May 1977; BRUDNEY, Victor. "*A Restatement of Corporate Freezouts*". Harv. Law. Rv. Vol. 88. 1974; CAREY, Lynn. "*Short Form Mergers in Missouri. Potential Problems for Minority Shareholders*". Miss. Law. Rev. Vol. 46. 1981; GREEN. "*Corporate Freez-out Mergers: A Proposed Analysis*". Stand. Law. Rev. Vol. 28. 1976; MORGAN, D. "*Compulsary Acquisition of Shares*". Journal of Business Law. 1988.

⁹ Celebrar asambleas en ambas sociedades, suscribir el compromiso previo de fusión, fijar la relación de canje, confeccionar el balance especial de fusión, publicidad y plazo para oposición de acreedores, firmar el acuerdo definitivo, etc.

El 5 de abril de 2003 Tenaris S.A. anunció una Declaración Unilateral de Adquisición a los accionistas minoritarios titulares de acciones de Siderca S.A.I.C., esta última, bajo control casi total de la primera. Dicha Declaración Unilateral de Adquisición se formuló en los siguientes términos:

"De acuerdo con lo oportunamente publicado en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires de fecha 21 de febrero de 2003, Tenaris S.A. ("Tenaris") anuncia que, habiéndose obtenido la correspondiente autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores a través de su providencia de fecha 1 de abril de 2003, declara su voluntad de adquisición de, y procederá a adquirir, la totalidad de las acciones de Siderca S.A.I.C. ("Siderca") remanentes en poder de terceros (aproximadamente 0,89% del capital social de Siderca) de acuerdo con lo dispuesto por los artículo 25 inciso b) y concordantes del decreto 677/01 (la "Declaración de Adquisición"). La Declaración de Adquisición se produce con posterioridad a haber alcanzado Tenaris un participación directa e indirecta de aproximadamente el 99,11% del capital social de Siderca, como resultado del canje de acciones efectuado durante el mes de diciembre de 2002" (...) "De acuerdo con lo establecido en el decreto 677/01 Tenaris elevará a escritura pública la Declaración de Adquisición, lo que implicará de pleno derecho la transferencia de la propiedad de las acciones de Siderca en poder de terceros a favor de Tenaris y, el simultáneo retiro de la oferta pública y cotización de las acciones de Siderca"¹⁰.

Luego de haber adquirido Tenaris más del 99% del capital social de Siderca como resultado del canje voluntario de acciones, y no habiendo alcanzado con dicha operación de *Swap* el control del 100% del capital social de Siderca, aquella optó por impulsar el sistema de *Squeeze out* respecto del capital residual que representaba tan sólo el 0,89% del capital social emitido y en circulación de Siderca¹¹.

Tanto la oferta voluntaria de canje como la Declaración de Adquisición se formularon dentro de un proceso de *Cross Border Merger* del grupo Tenaris puesto que similar procedimiento se siguió respecto de las acciones de la sociedades Tamsa, Dálmine y otras; hoy, bajo control común de Tenaris como sociedad *holding* del grupo.

La constitucionalidad de este particular régimen de *Squeeze out* fue cuestionado en sede judicial en el caso "Rodríguez c. Tenaris SA". El planteo judicial de inconstitucionalidad no llegó al tribunal de alzada quedando la cuestión planteada y definida en primera instancia. En este particular caso se decretó la inconstitucionalidad del sistema de *Squeeze out* con fundamento en la falta de legitimación del Gobierno Argentino (Poder Ejecutivo) para dictar un decreto delegado modificando materias propias del Derecho mercantil; que habían sido expresamente excluidas de la ley delegante 25.414¹². O sea el tribunal no entró a analizar sobre la posible constitucionalidad del sistema de *Squeeze out* bajo el derecho argentino. Esta asignatura queda abierta.

Igual criterio siguió el Juzgado de Primera Instancia en lo Comercial n° 26 en el caso "Botbol c. Telefónica Internacional SA".

5. OPA obligatoria y retiro del régimen de oferta pública

La OPA obligatoria para el supuesto de salida del régimen de oferta pública vino a zanjar un viejo inconveniente del mercado de capitales Argentino que preveía para los socios externos de una compañía

¹⁰ Aviso publicado el 5 de abril de 2003 en "La Nación". Sección Economía & Negocios, pag., 3.

¹¹ La Declaración de Adquisición de Tenaris no es un caso aislado en nuestro medio. Pueden citarse otros como son "La Equitativa del Plata SA" e "Ingenio y Refinaería San Martín del Tabacal S.A." publicados en el Boletín Diario de la BCBA el 26.03.2003 y 3.12.2001 respectivamente.

¹² A favor del sistema de *Squeeze out* y con crítica a este fallo puede consultarse MANOVIL, Rafael. "Las participaciones residuales y el derecho de exclusión en el decreto 677/01". Rev., LL, 18 de junio de 2004. En contra de prever este sistema dentro del decreto delegado 677/01 y a favor del fallo puede consultarse VAN THIENEN, Pablo. Ob., cit.

pública en proceso de deslistamiento, la posibilidad de liquidar su posición mediante el ejercicio del derecho de receso; con una valuación de la acción muy poco atractivo para el inversor pues el precio del receso se basa en el Valor Patrimonial Proporcional de la acción según estados contables¹³. El sistema de OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública viene a equilibrar esta situación que podía generar ciertos abusos.

Aún cuando la OPA se fija ahora en términos imperativos, la evidencia empírica de nuestro mercado de capitales demuestra que las sociedades cotizadas que decidían abandonar el régimen de oferta pública optaban por formular una OPA (voluntaria) ofreciendo a los accionistas minoritarios un precio por acción más equitativo que el valor del receso tasado en el art. 245 de la LSC incentivándolos a liquidar sus posiciones¹⁴. La OPA también podía ser lanzada voluntariamente por el accionista controlante. Existieron casos donde las sociedades cotizadas especularon con el valor del receso logrando salir del régimen pagando un precio muy inferior al de mercado¹⁵.

Tanto la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición como la OPA obligatoria se desenvuelven dentro de un mismo contexto: la formación de grupos empresarios donde las acciones de la sociedad "Target" se negocian en el mercado de valores. La diferencia entre uno y otro radica en que mientras la OPA obligatoria tiene por *hábitat* natural las operaciones de toma de control, la Declaración Unilateral de Adquisición encuentra su *hábitat* en las operaciones de control total.

6. Salida del régimen de oferta pública. OPA obligatoria y sistema de *Squeeze out*. Recientes experiencias del mercado de capitales argentino

Nuestro mercado de capitales ya puede recoger antecedentes sobre el régimen de OPA obligatoria.

Sin duda el sistema de exclusión forzosa de inversores residuales mediante la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición ha sido una opción atractiva para los socios de control de aquellas subsidiarias cotizadas en situación de control casi total.

Las sociedades cotizadas que han iniciado el camino de salida del régimen de oferta pública han transitado, por lo general, dos etapas. Una primera etapa tendiente a obtener el control casi total de la sociedad y una segunda etapa consistente en lanzar una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición. Es de señalar que el uso de este último dispositivo ha mermado un poco a partir del fallo Rodríguez c. Tenaris SA confirmado luego en Botbol c. Telefónica Internacional SA (ambos fallos de primera instancia).

El siguiente gráfico muestra algunas de las sociedades que han sido deslistadas del régimen de oferta pública, y el mecanismo jurídico utilizado a tal fin:

Empresa	Mecanismo
La Equitativa del Plata SA de Seguros	Squeeze out
Ingenio y Refinería San Martín del Tabacal SA	Squeeze out
Massalin Particulares SA	OPA obligatoria por salida del régimen

¹³ Vid., artículo 245 de la Ley de Sociedades Comerciales. Es importante destacar que el proyecto de reforma de la Ley de Sociedades Comerciales prevé la valuación del receso por <valor real>.

¹⁴ Ejemplo de ello podemos verlo en la reciente OPA voluntaria lanzada por D.A. International para adquirir acciones de Atanor SA. En el prospecto resumido publicado en el Boletín Diario de la BCBA del 11 de noviembre de 2003 se anuncia el pago de un precio de \$7 por acción de Atanor SA que incluye una prima del 35% sobre el valor promedio ponderado de cotización de los últimos seis meses.

¹⁵ Vid., el célebre caso "Tacchi c. Peters SA" donde el socio externo cuestionó la validez del precio de receso a la luz de ciertos activos tangibles e intangibles subvaluados en los estados contables.

Agrometal SA	Squeeze out
Siderca Tenaris SA	Squeeze out
Telefonica Internacional SA	Squeeze out
Nobleza Picardo SA	OPA obligatoria por salida del régimen
Atanor SA	OPA obligatoria con opción a Squeeze out
CINBA SA	Squeeze out
CCI Concesiones SA	OPA obligatoria por salida del régimen
Hulytego SA	OPA obligatoria para la toma de control y posterior salida del régimen de oferta pública

A modo de síntesis sólo resta señalar que el perfil de nuestras compañías públicas no distan demasiado de las empresas listadas en los mercados de capitales de la Unión Europea, sudeste asiático, o incluso mercados latinoamericanos. La baja liquidez, la alta volatilidad y la fuerte concentración del control en pocas manos, no es un dato propio y característico de nuestro mercado de capitales. Sólo en mercados fuertemente desarrollados como son los mercados de valores de los Estados Unidos de Norteamérica o del Reino Unido de Gran Bretaña las compañías públicas están realmente en manos del público inversor produciéndose el fenómeno de la separación entre propiedad y gobierno donde las operaciones de *Take-over* están al corriente. Este perfil de empresas con accionistas atomizados ha dado lugar a los *Proxy Fights* con el objetivo de que miembros del *Board* puedan obtener votos suficientes para tomar una decisión en una asamblea de accionistas: por ejemplo repeler un OPA hostil.

Ahora bien, compartiendo nuestro mercado de capitales un perfil con otros mercados menos desarrollados y que muestran síntomas parecidos al nuestro, se observa en dichos mercados que el sistema de OPA obligatoria se ha impuesto a todos los operadores sin excepción. Sin perjuicio de las críticas que pueda merecer el sistema de OPA obligatoria (optativo) diseñado para nuestro mercado de capitales para la situación de cambio de control, o el sistema de exclusión forzosa de inversores externos residuales cuando la sociedad cotizada se encuentra bajo una situación de control casi total, nuestro mercado de capitales puede mostrar al día de hoy un razonable camino recorrido sin mayores tropiezos ni zancadillas.