

OPA obligatoria, OPA voluntaria y *Squeeze out*: la experiencia argentina post decreto 677

Por:

Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. REGIMEN DE TRANSPARENCIA E IGUALDAD DE TRATO	4
II. LA OFERTA PÚBLICA OBLIGATORIA EN EL DECRETO 677.	5
III. EL TRATO IGUALITARIO EN LAS OPAs.	5
IV. LA OPA OBLIGATORIA (estatutaria optativa)	7
V. CLÁUSULAS ANTI-TAKEOVER. OPA OBLIGATORIA (ESTATUTARIA OPTATIVA) Y EL CASO “CNV C. GAROVAGLIO & ZORRAQUIN SA”	8
VI. LA EXPERIENCIA ARGENTINA	8
a. <i>Las OPAs voluntarias y obligatorias:</i>	
1. <i>OPA voluntaria por adquisición de participación significativa: el caso Hulytego SA</i>	8
2. <i>OPA obligatoria y salida del régimen de oferta pública: el caso CCI Concesiones SA</i>	8
3. <i>OPA obligatoria y salida del régimen de oferta pública: el caso Atanor SA</i>	9
b. <i>El squeeze-out criollo</i>	
1. <i>El régimen de Squeeze - out bajo el Derecho Argentino</i>	9
2. <i>Fundamentos jurídicos y económicos del Squeeze - out</i>	9
3. <i>Squeeze out en el Derecho estadounidense</i>	9
4. <i>Squeeze - out en el Derecho Argentino y el caso Siderca-Tenaris</i>	10
5. <i>OPA obligatoria y retiro del régimen de oferta pública</i>	10
6. <i>Salida del régimen de oferta pública. OPA obligatoria y sistema de Squeeze out. Recientes experiencias del mercado de capitales argentino</i>	10

Abstract

Nos proponemos analizar el régimen de Oferta Pública de Adquisición en sus dos versiones: obligatoria y voluntaria; incluyendo el mecanismo de *squeeze out* mediante la declaración voluntaria unilateral de adquisición.

Nos importa analizar aquí *el caso argentino* describiendo sintéticamente la experiencia cosechada por nuestro mercado (hasta la fecha) y post decreto 677/01.

Este trabajo sólo busca ilustrar la situación actual sin emitir opinión sobre las bondades u oscuridades del sistema. Sí está claro un dato: el principio de trato equitativo, piedra angular del régimen de transparencia a nivel mundial, se muestra muy frágil.

El reducido tamaño de nuestro mercado de capitales y su alta volatilidad no permiten advertir, con claridad, si el mercado paga más por compañías transparentes. Tampoco sabemos hoy, si el mercado logra distinguir aquellas acciones de sociedades con estatutos que adhirieron al régimen de OPA obligatoria (optativa), de quienes no lo hicieron.

Tampoco contamos con datos empíricos sobre cuestionamientos judiciales al régimen de OPA obligatoria (estatutaria optativa).

En cambio el mercado sí ha cuestionado la licitud de régimen de *squeeze out* (casos Ténaris-Sierca y Telefónica Holding SA), y la equidad de precio de una OPA por salida del régimen de oferta pública (el caso Atanor). O sea, el mercado se está animando a cuestionar la validez de algunos institutos del decreto 677/01 y haciendo uso eficiente de algunos derechos allí consagrados.

Restó analizar el caso de los tenedores de obligaciones negociables convertibles para el de una OPA por toma de control o salida del régimen. ¿Aceptarán los tenedores el precio equitativo?, ¿cómo fijarlo? ON`s convertibles: ¿estrategia anti-take over?

Esperamos estas reflexiones sean de utilidad.

I. Régimen de transparencia e igualdad de trato.

Nuestro mercado de capitales muestra un bajo nivel de desarrollo, un reducido (por no decir nulo) nivel de emisiones de acciones o colocaciones primarias, un escaso nivel de capitalización en términos de valores corrientes (aún cuando viene aumentando paulatinamente desde la debacle del 2001), un reducido número de empresas listadas, un alto nivel de concentración del capital y un reducido volumen de transacciones.

No hay dudas que la sanción del Decreto delegado 677/01 buscó revitalizar nuestro mercado de valores incorporando normas de Gobierno Corporativo que permitieran alinear nuestro Merval con los estándares de transparencia exigidos por los inversores institucionales del exterior. En este intento modernizador se incorporaron importantes modificaciones al régimen societario (de muy discutible constitucionalidad), haciendo especial hincapié en materias directamente vinculadas con la transparencia en la gestión corporativa: nombramiento de directores independientes integrantes del comité de auditoría, contratos con partes relacionadas, contratos por montos relevantes, política de dividendos, memoria, la incorporación del arbitraje como medio de solución de conflictos, la inversión de la carga de la prueba en caso de violación al deber de lealtad de los directores; entre muchos otros aspectos que buscan mejorar la calidad de los derechos creditorios y de información de los accionistas externos.

En este afán “transparentador” el Decreto declara como misión fundamental del *Manager* - bajo la pauta de conducta leal y diligente - la obligación de proteger siempre el interés social por encima de cualquier otro interés personal o grupal. Este interés social es definido como el interés de todos los accionistas sintetizado en la moderna noción financiera de “crear valor para todos los dueños del capital”.

En esta suerte de declaración de principios se instala a los accionistas de control y a los socios externos (inversores) en un pie de igualdad de trato siendo obligación del directorio velar por los intereses de “*todos*” los propietarios, y no de un grupo.

Habiendo tomado conciencia de que un marco legal deficitario incrementa la percepción de que los derechos creditorios (de acreedores y accionistas minoritarios) pueden ser objeto de abuso y expropiación se sanciona este dispositivo dándole al inversor un marco legal a tono con los mercados de capitales internacionales. La incorporación del comité de auditoría es una muestra de este intento jerarquizador.

La protección de quienes tienen legítimos derechos a los *Cash Flows* de la empresa (acreedores, accionistas) opera como incentivo a la inversión de capital. La sana percepción de que los derechos creditorios y expectativas de potenciales ganancias serán adecuadamente protegidas reduce la percepción de riesgo y el coste del capital. Por lo tanto la debilidad en materia de Gobierno Corporativo será directamente proporcional al subdesarrollo del mercado de capitales y a los mayores costes de financiamiento. Así lo indica la evidencia empírica de otros mercados de valores y la literatura especializada.

Estudios científicos han concluido que en los mercados emergentes con bajos niveles de Gobierno Corporativo el valor de mercado de las empresas incrementa fuertemente cuando se adoptan medidas tendientes a mejorar las normas de transparencia. Mediante el Decreto 677/01 nuestro país adoptó el modelo de Gobierno Corporativo institucional fijando de manera imperativa algunas pautas mínimas de transparencia librando a la autonomía de la voluntad el mejorar dicho piso mediante la autorregulación incorporando pautas de Gobierno Corporativo contractual.

Piedra angular del régimen de Buen Gobierno Corporativo es el reconocimiento expreso de un tratamiento equitativo e igualitario entre todos los accionistas (salvo supuesto del art. 250 LSC) en donde socios de control y accionistas externos aprovechen los beneficios sociales y oportunidades de negocios en paridad de condiciones.

Es sabido que en mercados de capitales con alto nivel de concentración y bajo grado de capital disperso (modelo europeo vs modelo norteamericano) el accionista externo juega un papel marginal - o como lo dice expresamente nuestro Decreto - un papel “residual”. Este término nos muestra el profundo desprecio por el accionista externo.

Ahora bien, el tema no termina aquí porque este desprecio por el accionista externo va mucho

más lejos; y hasta incluso diría que es discriminatorio ... veamos:

II. La Oferta Pública de Adquisición obligatoria en el Decreto 677

Como se expresó más arriba la protección de los derechos patrimoniales de los accionistas externos es uno de los pilares sobre el cual se edifica el régimen de transparencia. El trato equitativo entre todos los accionistas - en igualdad de condiciones - es, sin duda, la piedra angular de un sistema serio de *Buen Gobierno Corporativo*. Sin embargo, en este punto observo que el Decreto presenta profundas grietas. Me refiero en concreto al régimen de OPA obligatoria para la toma de control de una sociedad cotizada.

Para nuestro mercado será imperativo lanzar una oferta pública de compra de acciones en los siguientes casos: 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; por último, 6) adquisición de participaciones residuales en una suerte de OPA obligatoria a instancia del socio externo. Resultará también obligatorio lanzar una OPA para quien pretenda adquirir el control de una sociedad cotizada; sin embargo, esta obligatoriedad puede no ser tal.

La OPA obligatoria para la toma de control será únicamente imperativa para el potencial adquirente si así lo desea la sociedad "*Target*".

Nuestro mercado optó por un régimen de OPA obligatoria mixto en una suerte de imperativismo voluntario donde el régimen de OPA por cambio de control será imperativo y mandatorio salvo que la sociedad *Target* exprese en sus estatutos que no adhirió al régimen estatutario optativo de OPA obligatoria previsto en el Decreto. Interesa aquí traer algunas reflexiones sobre el funcionamiento inequitativo de este régimen.

O sea si una sociedad cotizada desea rescatar o recomprar sus acciones; decide retirarse del régimen de oferta pública; o estuviere bajo un supuesto de control casi total, la OPA se impone de manera insalvable. Ahora bien, cuando estamos ante un supuesto de cambio de control el esquema de OPA

imperativa vira diametralmente tornándose en letra muerta a instancia de la propia sociedad *Target*. El reciente caso Alpargatas SA es paradigma de nuestro mercado. Esta suerte de OPA obligatoria (salvo pacto en contrato) contradice el principio de trato equitativo e igualitario de todos los accionistas: piedra angular del Buen Gobierno Corporativo.

Tampoco se explica porqué en todos los casos mencionados en el Decreto el sistema de OPA se impone por mandato legal, dejándose librado a la libre voluntad de la sociedad emisora la opción del sistema OPA para el supuesto de cambio de control. Esta excepción muestra a las claras una evidente inequidad.

III. El trato igualitario en las OPA`s

Desde una visión de riguroso trato igualitario en mercados con fuerte grado de concentración del capital social (siguiendo el modelo europeo y británico) debemos tomar conciencia de que el socio minoritario es un proveedor de fondos que comparte con los *insiders* el derecho a participar de las ganancias (*cash flow rights*) en proporción a su participación y en igualdad de condiciones (art. 1º LSC); salvo pacto en contrario (arg. arts. 11.7 y 250 LSC).

Si comprendemos esto no podemos dejar de sentir que el socio externo también tiene derecho a participar de una manera equitativa e igualitaria en las ganancias de capital por el mayor valor de cotización de las acciones. No hay duda que el aporte de fondos especulativos como capital de riesgo ha contribuido al proceso de creación de valor. Esta trama especulativa donde el socio externo confía fondos financieros al *Management* profesional es el elemento que permite a los directores hacerse de fondos propios a un coste tal que permite invertirlos en activos rentables generando ganancias potencialmente distribuibles como dividendos.

Semejante contribución al proceso de creación de valor merece un trato un poco más equitativo donde el inversor especulativo pueda hacer la diferencia en paridad de condiciones al socio controlante.

Esa paridad de tratamiento tiene expreso reconocimiento en el Decreto frente a cualquiera de los supuestos antes señalados que obligan a lanzar una OPA. Si este derecho al trato igualitario

está expresamente reconocido: ¿por qué se lo excluye en el supuesto de cambio de control?

¿Cómo funciona el sistema de OPA obligatoria por cambio de control?

IV.

La OPA obligatoria (estatutaria optativa)

La OPA obligatoria para el supuesto de cambio de control no será tal si la sociedad emisora incorpora a sus estatutos sociales una cláusula de no adhesión al "*Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria*". ¿Qué significa esto?

Esto significa en buen romance que la imperatividad del sistema de OPA por cambio de control sólo surtirá efecto respecto de aquellas sociedades cotizadas que hayan "adherido" al sistema de OPA obligatoria por mera omisión estatutaria. Vale decir, el sistema se impone por adhesión tácita de la sociedad cotizada; salvo cláusula expresa de NO adhesión.

Bajo esta fórmula el paquete accionario de control de sociedades cotizadas que hayan incorporado a sus estatutos la cláusula de no adhesión al "*Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria*" podrá enajenarse sin que el adquirente esté obligado a lanzar al mercado una OPA. Con esta cláusula estatutaria se evita al comprador de control lanzar una OPA a los inversores externos.

A pesar de este sistema nada impide que el potencial comprador lance al mercado una OPA voluntaria si aquel desea adquirir una participación en el capital social y votos de la sociedad en exceso de la estrictamente propiedad de los socios de control.

Ahora bien, si el adquirente desea obtener el control casi total de la compañía (más del 95% del capital social) el adquirente podrá formular a los inversores externos (residuales) una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición forzando la transferencia de las acciones del socio residual a nombre del controlante. Esta exclusión forzosa de socios residuales implica el retiro del régimen de oferta pública de la subsidiaria cotizada en

cuyo caso el adquirente deberá lanzar una OPA bajo el régimen de OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública.

Se observa entonces que el control se puede adquirir sin participación de los socios externos pudiendo el adquirente lanzar una OPA voluntaria si desea adquirir una mayor participación quedando obligado a lanzar una OPA si desea retirarse del régimen.

En mercados de capitales fuertemente concentrados como el nuestro donde las acciones de control están en manos de un puñado de personas fácilmente identificables, donde las acciones suelen ser activos financieros de muy baja liquidez y alta volatilidad, el sistema de OPA obligatoria (optativo) permite negociar la transferencia del paquete de control excluyendo a los accionistas minoritarios de la toma de ganancia por el precio de venta de las acciones que incluye la prima de control pagada por el adquirente.

La participación del inversor minoritario en la prima de control ha sido el racional económico de esta 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 el sistema de OPA obligatoria para la toma de control, como sistema equitativo de toma de ganancias.

Así las cosas el adquirente de control de una compañía listada en mercados de la República Argentina deberá previamente consultar los estatutos sociales de la sociedad emisora para saber si debe realizar una OPA a los socios externos (vrg., Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Fondos Comunes de Inversión, Bancos, Compañías de Seguros, etc). Vale decir que la OPA deberá ser lanzada al mercado dependiendo lo que digan los estatutos sociales y no una norma imperativa de derecho positivo como son el modelo español, francés, holandés, belga, italiano y portugués.

Bajo este esquema el adquirente podría especular con el precio de cotización de la acción lanzando al mercado una OPA voluntaria cuando el precio de la acción alcance un nivel aceptable para el nuevo adquirente; vale decir un precio inferior al abonado a los socios vendedores¹. Bajo este

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

mecanismo el socio minoritario se ve privado de participar del precio equitativo pagado a los socios controlantes por las expectativas que genera en el mercado el anuncio de venta del paquete de control. Además se lo priva de poder elegir entre salir o renovar la confianza en el nuevo adquirente y sus managers. El socio externo quedaría preso del nuevo socio de control por una decisión de los accionistas anteriores que resolvieron en una asamblea extraordinaria incorporar a los estatutos social una cláusula de “no adhesión” al régimen estatutario optativo de OPA obligatoria”².

Aún cuando se pueda argumentar que el socio externo cuenta con un mercado secundario donde poder liquidar su posición no es menos cierto que dicha venta se realiza bajo la presión de un cambio de control no deseado y donde el mercado no pagará por esas acciones un precio equitativo que contemple la prima obtenida por los accionistas controlantes. O sea en este caso los beneficios de la “creación de valor” jugaron para un solo lado.

El argumento anterior se desploma si uno explica las razones por las cuales algunas sociedades han optado por “adherirse” al sistema. O sea, han valorado el tratamiento igualitario y equitativo entre todos los accionistas y han considerado al sistema de OPA obligatoria como una especie de escudo protector contra eventuales ofertas hostiles.

De esta forma y bajo el sistema del Decreto 677 la OPA obligatoria para la toma de control se convierte en el régimen de excepción. Así lo indica la abrumadora cantidad de sociedades

Tampoco podemos dejar de notar la cantidad de sociedades cotizadas que se han deslistado de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante estos últimos años, aprovechando cotizaciones que reflejaban la fuerte desvalorización de activos financieros en la República Argentina como efecto de la crisis económica post convertibilidad.

² Aquí tiene vital importancia las Normas sobre transparencia y de responsabilidad por *Inside 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.

listadas que han adherido al régimen estatutario optativo.

Bajo este esquema se contradicen principios básicos sobre los cuales se construyó el sistema de OPA obligatoria para la toma de control en los mercados de capitales internacionales: (1) permitir al accionista externo participar de la ganancia de capital por la venta del control, (2) permitir salir voluntariamente de la sociedad frente al anuncio de cambio de control y (3) brindar un trato igualitario a todos los accionistas³. El sistema de OPA obligatoria del mercado argentino podría provocar un efecto no querido: desalentar la inversión en acciones⁴

V.

Cláusulas anti-takeover. OPA obligatoria (estatutaria optativa) y el caso “CNV c. 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 societaria 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 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 estatutario optativo,

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

⁴ El sistema de OPA obligatoria (optativo) transforma al socio en rehén de la sociedad cotizada. La baja liquidez del mercado sumado a un régimen de OPA no obligatorio noluca muy atractivo para el inversor en acciones puesto que el cambio de control podría significar una presión bajista de su tenencia.

puesto que dicha adhesión implicará vulnerar el régimen anti *Take - Over* diseñado por la sociedad. El racional jurídico y económico de esta decisión es que el control de Garovaglio & Zoraquin podría adquirirse comprando acciones en la bolsa de valores. Por lo tanto, cualquier interesado en adquirir más del 20% del capital social y votos de la sociedad deberá lanzar una OPA obligatoria ya sea por imperatividad legal o por imperatividad estatutaria.

Aún cuando a primera vista la cláusula anti *Take - Over* diseñada en la sociedad Garovaglio pueda sonar a una suerte de <*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). Me pregunto: ¿podría G&Z adherirse a este sistema?

El anuncio de la OPA que lanzará PAISA sobre la totalidad del capital de YPF SA es muestra de una OPA obligatoria estatutaria por encima del standard del decreto 677. Los estatutos sociales de YPF SA disponen que quien adquiriera más del 15% del capital social está forzado a lanzar una OPA por el resto del capital⁵.

⁵ Anuncio publicado en medios periodísticos. La Nación 22 de mayo 2008.

VI.

La experiencia argentina

a. OPAs voluntarias y obligatorias

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

Blue Navy SA como 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.

2. 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.

3. 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 squeeze-out criollo

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 cotizada 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 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 la subsidiaria cotizada.

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 (*Put Option*); 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 (*Call Option*).

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 equitativo⁶.

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 minoría⁷.

Del lado 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.

Quienes participan de este punto de vista sostienen que de no contarse con un sistema de exclusión de socios residuales los costes de transacción (vrg., reorganización del grupo

⁶ Vid., art. 27, 3er párrafo del decreto 677/01.

⁷ 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.

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 extorsivas⁸.

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 sistema⁹.

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 cerradas¹⁰.

⁸ 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*".

⁹ En contra vid, VAN THIENEN, Pablo A. – DI CHIAZZA, Iván "*La declaración de adquisición en la sociedad anónima cotizada bajo control casi total: la expropiación de acciones y la expulsión forzosa del accionista minoritario*". Working Paper N° 6 CEDEF Law & Finance y revista ED, 5 de marzo de 2004.

¹⁰ 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.

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 LSC¹¹.

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*

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

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. "Compulsory Acquisition of Shares". Journal of Business Law. 1988.

¹¹ 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.

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. ("Sderca") 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"¹².

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 Siderca¹³.

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

¹² Aviso publicado el 5 de abril de 2003 en "La Nación". Sección Economía & Negocios, pag., 3.

¹³ 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.

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 25.414¹⁴. 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 la salida del régimen de oferta pública vino a zanjar un viejo inconveniente del mercado de capitales Argentino: el valor de liquidación de la acción para el supuesto de retiro del régimen pues la valuación de la acción se fijaba según el método de Valor Patrimonial Proporcional por ejercicio del derecho de receso. Única opción de salida que tenía el inversor¹⁵. El sistema de OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública intenta equilibrar esta situación minimizando eventuales situaciones de abuso.

Aún cuando la OPA se fija ahora en términos imperativos, es evidencia empírica de nuestro mercado de capitales que la sociedades cotizadas que decidían abandonar el régimen de oferta pública optaban por formular una OPA en términos voluntarios ofreciendo a los accionistas minoritarios un precio por acción más equitativo que el valor del receso tasado en

el art. 245 de la LSC. De esta forma se los incentivaba a liquidar sus posiciones¹⁶. Dos ejemplos: Establecimientos Modelo Terrabussi SA y Compañía Química SA. Existieron casos donde las sociedades cotizadas se retiraron ofreciendo pagar el valor del receso según VPP¹⁷.

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

Tanto la Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición como la OPA obligatoria se desenvuelven dentro de un mismo entorno: 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 sistema radica en que mientras la OPA obligatoria tiene por *hábitat* natural las operaciones de toma de control, la Declaración Unilateral de Adquisición la encuentra en las operaciones de control total. Nuestro mercado de capitales ya puede recoger antecedentes sobre ambos sistemas.

Sin duda la exclusión forzosa de socios 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).

¹⁴ 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 A. – DI CHIAZZA, Iván. "*La declaración de adquisición en la sociedad anónima cotizada bajo control casi total: la expropiación de acciones y la expulsión forzosa del accionista minoritario*". Working Paper N°6 CEDEF Law & Finance y revista ED, 5 de marzo 2004.

¹⁵ 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>.

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.

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
Agrometal SA	Squeeze out
Siderca Tenaris SA	Squeeze out
Telefonica Internacional SA	Squeeze out
CINBA SA	Squeeze out
Renault Argentina SA	Squeeze out ¹⁸
Massalín Particulares SA	OPA obligatoria por salida del régimen
Nobleza Picardo SA	OPA obligatoria por salida del régimen
Atanor SA	OPA obligatoria con opción a 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
Acindar SA	OPA obligatoria por salida del régimen ¹⁹
Alpargatas Textil SA	Toma control privada y OPA posterior

A modo de síntesis resta señalar que el perfil de nuestras compañías públicas no distan de las empresas listadas en 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 sólidamente desarrollados como son los Estados Unidos de Norteamérica o el Reino Unido de Gran Bretaña las compañías

¹⁸ Previa capitalización de aportes irrevocables por \$1.000.000.000 por partes de los accionistas controlantes. La capitalización de los aportes irrevocables permitieron consolidar la situación de Renault Argentina SA como sociedad bajo control casi total.

¹⁹ A la fecha de este trabajo Arcelor Mittal no posee el 100% del capital de Acindar SA restando una porción mínima como capital flotante. Es de esperar que Acindar SA o su accionista controlante lancen una Declaración Unilateral Voluntaria de Adquisición del capital remanente.

públicas están <realmente> en manos del público inversor reflejando el fenómeno de *Bearls & Means* sobre la separación entre propiedad y gobierno donde las operaciones de *Take - over* están al día. 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.

Compartiendo nuestro mercado de capitales un perfil similar con otros mercados menos desarrollados y que muestran síntomas parecidos al nuestro: concentración de control en pocas manos y baja liquidez se observa que el sistema de OPA obligatoria se ha impuesto normativamente a todos los operadores del mercado sin excepción. Sin duda el sistema de OPA obligatoria está íntimamente vinculado al régimen de transparencia en la oferta pública.

No obstante las críticas que pueda merecer el sistema de OPA obligatoria (optativo) diseñado para nuestro mercado de capitales, o el sistema de exclusión forzosa de inversores externos residuales, nuestro mercado puede mostrar cierto tramo recorrido sin mayores tropiezos y una razonable aceptación por los operadores.

Es interesante destacar que las AFJP están exigiendo a las sociedades que están abriendo su capital (IPOs post decreto 677) la adhesión al régimen de OPA obligatoria por toma de control. De esta forma las AFJP están tutelando los intereses de los *outsiders* permitiéndoles participar de la prima de control²⁰, principal racional económico del régimen de OPA obligatoria²¹.

Sólo resta aguardar la reacción de tenedores de obligaciones negociables convertibles frente a una salida del régimen de oferta pública por exclusión compulsiva de participaciones residuales: una real incógnita²².

²⁰ El lector interesado puede consultar VAN THIENEN Pablo A. – DI CHIAZZA, Iván. *Salida del régimen de oferta pública. OPA. Precio equitativo, prima de control y el dilema del prisionero*. (Análisis de caso Atanor SA). Working Paper N°20 CEDEF Law & Finance.

²¹ Los casos Banco Macro SA, Socotherm SA y Consultatio SA son ejemplo de ello.

²² La salida del régimen de oferta pública de la emisora suele ser un evento de incumplimiento que gatilla el rescate de las ONC a opción de la sociedad emisora (*Call Option*) ó a opción del tenedor de la ONC (*Put*

Option). En ambos casos el rescate se realiza a un precio determinado, o bajo una fórmula de cálculo de precio previamente pactada en los términos y condiciones de emisión de los valores negociables. La Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición por encontrarse la sociedad emisora en situación de control casi total debe formularse tanto a los socios residuales como a los tenedores de ONC, considerados éstos en la legislación de emergencia como <accionistas>. ¿Cuál será el precio equitativo de una ONC rescatada compulsivamente?