

Salida del régimen de oferta pública, teoría de los juegos y dilema del prisionero.

Analizando el caso "Atanor"

Por:

Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

TITULO A

I. PLANTEAMIENTO	3
II. PRECIO Y OPTIMO DE PARETO.	4
III. IMPUGNACIÓN DE PRECIO EQUITATIVO O NULIDAD DE PRECIO	4
IV. EL PRECIO EQUITATIVO.	5
V. MÉTODOS DE VALUACIÓN Y PRECIO EQUITATIVO.	7
a) <i>The Asset Approach – Cost Method (Criterio del valor patrimonial proporcional)</i>	7
b) <i>The Discounted Cash Flow Approach (Criterio de Flujo de Fondos)</i>	8
c) <i>The Market Approach (Criterio de indicadores de compañías o negocios comparables; cotización media de las acciones; precio de suscripción de nuevas acciones)</i>	9
VI. EL PRECIO EQUITATIVO Y EL PRECIO DE MERCADO.	10
a) <i>Precio de mercado vs coacción y oportunismo</i>	10
b) <i>El dilema del prisionero</i>	11
c) <i>Precio equitativo</i>	13
d) <i>Ajustes al precio equitativo</i>	13
i) <i>El Minority Discount (negociación de una porción minoritaria)</i>	13
ii) <i>Lack Of Marketability Discount (falta de mercado o liquidez de la acción)</i>	14
iii) <i>Private Company Discount (participaciones en empresas familiares o cerradas)</i>	14
iv) <i>Control Premium (prima de control)</i>	14
v) <i>Investment Value Approach (valor de inversión)</i>	14

TÍTULO B

I. EL CASO ATANOR SA.	14
A. <i>La estrategia de salida del régimen del régimen de oferta pública</i>	
a) <i>OPA - 1</i>	14
b) <i>OPA - 2</i>	15
B) <i>Resultados de la OPA -1 y OPA-2</i>	16
II. LA ACCIÓN DE IMPUGNACIÓN DE PRECIO EQUITATIVO.	16
III. LAS VALUACIONES.	16
a) <i>Valuación del tribunal arbitral de iuris de la BCBA</i>	17
b) <i>Valuación del actor</i>	17
c) <i>Valuación de la sala D</i>	17
IV. PARTICIPACIÓN DEL SOCIO EXTERNO EN LA PRIMA DE CONTROL.	18
a) <i>Salida del régimen, flujo de información y precio equitativo</i>	18
b) <i>Salida del régimen e inaplicabilidad del Minority Discount Approach</i>	18
c) <i>¿Corresponde un premio del 1%?</i>	18

TÍTULO C

I. LA SALIDA DEL RÉGIMEN COMO JUEGO Y EL DILEMA DEL PRISIONERO.	20
II. LA ESTRATEGIA DEL OFERENTE.	22
III. LA ESTRATEGIA DEL INVERSOR (<i>Holdout</i>)	22
IV. EL MERCADO COMO INDICADOR DE PRECIO EQUITATIVO	22

V. PRECIO EQUITATIVO Y PRIMA DE CONTROL	23
VI. ENSEÑANZA DEL CASO ATANOR Y CONCLUSIONES PRELIMINARES	23

TÍTULO A

I.

Planteamiento

Fijar el precio de un activo (en nuestro caso acciones de una sociedad cotizada que decide salir del régimen de oferta pública) no es cuestión sencilla; pero menos sencilla se torna la cuestión, cuando aquel precio debe ser: *equitativo*. Desatar el nudo sobre este concepto es la cruz del problema: ¿precio equitativo?, ¿equitativo para quién?, ¿cómo llegar a esa equidad?, ¿precio equitativo y precio justo son sinónimos? El caso que comentamos es prueba de esto que decimos.

En este expediente el debate se centró, precisamente, en determinar el precio equitativo de las acciones de Atanor SA como consecuencia de la oferta pública de adquisición (“OPA”) lanzada al mercado con el objetivo de salir del régimen¹.

La dificultad para determinar el precio equitativo de la OPA resulta patente de la mera lectura de fallo. Aquí se cotejaron 6 precios diferente: 1) el precio de la OPA lanzada por DA International (accionista controlante de Atanor SA y que denominamos a los efectos de este trabajo como la “OPA-1”) = \$7,00; 2) el precio de la OPA lanzada por Atanor SA (la “OPA-2”) = \$7,06; 3) el precio estimado por el actor disidente = \$35,32; 4) el precio estimado por el perito valuador = \$7,97; 5) el precio fijado por el tribunal arbitral de la BCBA = \$10,935 y; finalmente 6) el precio fijado por el tribunal estatal = \$7,97 (+ 1% en concepto de participación del socio en la prima de control).

¹ El decreto 677/01 sustituyó el *Put Option* valuado a VPP por un *Call* valuado a precio equitativo. La OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública ha sido instalada por el decreto 677/01 en reemplazo del derecho de receso del artículo 245 LSC. Mientras el receso planteaba un *put* a favor del accionista, la OPA plantea un *call* obligatorio pudiendo el socio aceptar por aceptar o no el llamado a vender sus acciones. Esta elección del accionista será sólo pasajera puesto que tarde o temprano la sociedad lanzará una Declaración Unilateral de Adquisición de Acciones Residuales expulsando a los accionistas que no aceptaron voluntariamente la OPA produciéndose el fenómeno conocido en doctrina norteamericana como “*freeze-out*” o “*squeeze-out*”.

Ahora bien, además de estos 6 precios no podemos perder de vista un séptimo valor de referencia: el precio de cotización de las acciones al momento de lanzarse las respectivas OPAs = \$5,95 y \$ 6,05, respectivamente².

Con este escenario uno podría concluir lo siguiente: para qué malgastar energías en discutir el precio equitativo de una OPA (por salida del régimen de oferta pública) si el mercado indica que el precio de las acciones es = \$5.95 o \$6,05. Si ese es el valor de cotización al que los inversores están dispuestos a comprar y vender parece entonces que el mercado lo ha percibido como equitativo. Nadie mejor que el libre juego de la oferta y la demanda para determinar el precio de un bien. El mercado opera con la eficiencia suficiente para determinar el valor de un activo. ¿Porqué pagar más de lo que indica el precio de mercado? Esta forma de ver el problema se conoce en la literatura especializada como principio de eficiencia del mercado (*Market Efficiency Principle*)³. La macana, es que nuestro mercado dista de ser perfecto.

La demostración empírica revela la existencia de diferentes percepciones de valor respecto del precio de un bien; en nuestro caso: las acciones de Atanor SA.

La percepción de valor diferirá según cada agente y en función de múltiples factores objetivos y subjetivos que no podemos desarrollar aquí. Prueba de ello es el *spread* de valor entre el precio de las OPAs y el precio pretendido por el accionista: 500% ¡!

Incluso, el precio equitativo estimado por el tribunal arbitral mostró una diferencia ciertamente

² Tomamos como valor de cotización el valor informado en los prospectos de OPA publicados en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

³ *According to the efficient-market principle a fair price can be determined by market alone. In order for the market to determine the fair price, certain underlying assumptions must be made. One of these is the existence of a perfect market wherein there is a free flow of information, many participants, no institutional imperfection, and no corrupt or manipulative influence present. Observamos que ninguna de estas condiciones se dan en nuestro mercado de valores. Siendo esto así parece evidente que el Efficiency Principle resulta inaplicable.* Es importante señalar el rol trascendente que tiene en la determinación del *fair market value* el mayor o menor grado de transparencia en el manejo de la información privilegiada en poder de los *insiders*. Sobre esto volveremos.

considerable: casi un 30%. Esto nos está anticipando que la fijación del precio *equitativo* no es tarea fácil y seguro exigirá más de una horneada.

La percepción más afín con el precio de las OPAs (\$7,00 y \$7,06) podemos encontrarla en la estimación realizada por el perito valuador (\$7,97) y, finalmente aceptada por la sala D (\$7,97+1%). A partir de este dato se nos disparan las siguientes preguntas: ¿a qué se debió esta comunión de percepciones? y, ¿por qué difirió tanto la percepción de precio entre comprador y vendedor?

La respuesta la podemos encontrar en los diferentes métodos de valuación utilizados por los agentes implicados ("*Appraisal Approach*"). En efecto, el comprador, el vendedor y el tribunal arbitral aplicaron criterios de valuación diferentes. Siendo esto así, se nos dispara la tercera pregunta: ¿cuál es el precio equitativo?, ¿quién de los tres tiene la razón?

Proponemos abordar el caso "*Ruberto, Guillermo c. Atanor SA*" por considerarlo para nuestro entorno un *Leading Case*. A partir de este caso queda abierta la puerta para explorar un tema complejo y poco debatido en nuestra literatura jurídica; esto es: la fijación del precio equitativo en operaciones societarias que conducen a la consolidación de control. Confiamos que algunos criterios sentados en este expediente dejarán profunda huella en nuestra jurisprudencia mercantil, extendiéndose a potenciales impugnaciones de precio de acciones en sociedades cerradas. La sala D - mediante el prolijo y minucioso voto del juez preopinante Dr. Pablo Heredia - ha dado muestra de un fino sentido común y un pulido sentido jurídico.

Destacamos el expreso reconocimiento formulado por el tribunal al derecho que tiene el socio externo de participar en la prima de control cuando el negocio societario tiene efectos jurídicos, patrimoniales y económicos similares a la de una fusión de hecho (*de facto merger*)⁴⁵.

⁴ Tal como sucede en los casos de salida del régimen de oferta pública donde el accionista controlante adquiere a través de la OPA y posterior deslistamiento el 100% del capital social y votos de la sociedad cotizada mutando una sociedad abierta

La sala D deja otra importante lección: el Tribunal Arbitral de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires despidió. Dictó un veredicto frágil en fundamentos científicos, carente de toda razonabilidad y por ende arbitrario. De esta forma se rompe un mito entre nosotros de que los tribunales arbitrales *iuris* son más eficaces que los tribunales estatales.

Queremos extender desde estas líneas un merecido reconocimiento al señor Ruberto Guillermo pues este caso, como muchos otros, nos ayudan a pensar el Derecho, aún cuando sus planteos judiciales y estrategias de negociación tengan o hayan tenido un trasfondo puramente especulativo: esto no es pecado⁶.

Entremos ahora de lleno en la cuestión: ¿cuál es el precio equitativo de una acción por una OPA lanzada al mercado por salida del régimen de oferta pública?

II.

Precio y óptimo de Pareto

En el negocio de compraventa está claro que quien compra busca hacerse del activo al menor precio posible, y al mismo tiempo quien vende busca deshacerse del bien al mayor valor posible. Ambas puntas de la relación negocial intentarán maximizar sus mutuas expectativas de ganancia. En definitiva ambas partes de la relación están celebrando un acto mercantil cuya causa fin es el lucro (*vid.*, art. 8.1 del Código de Comercio). Por lo tanto habrá contrato cuando vendedor y comprador hayan alcanzado el óptimo de esa maximización percibiendo recíprocamente que han ganado (art. 1323 del Código Civil). Este punto de encuentro se conoce como el *óptimo de Pareto*⁷.

en un subsidiaria totalmente controlada (*wholly-owned*).

⁵ Es importante destacar que la participación del socio minoritario en la prima de control ha sido expresamente rechazada por nuestros tribunales cuando el socio vende su participación en el capital social y luego los socios controlantes deciden vender el 100% o el paquete de control. En nuestro entorno el lector puede consultar el reciente caso "*Zurbano c. Kerner*".

⁶ Pueden consultarse entre otros, "*Ruberto, Guillermo c. Papel Prensa SA*", "*Ruberto, Guillermo c. BGH SA*".

⁷ Este óptimo podemos encontrarlo en varias disposiciones de nuestro código: Artículos 832, 944, 1137, 1144, etc. Algo de esto nos enseñan los artículos 954, 1071 y 1198 del Código Civil.

Cuando en el caso de una OPA el óptimo de Pareto se quiebra, el decreto 677/01 autoriza a una de las partes (al vendedor) cuestionar el precio de la oferta aún cuando ésta haya sido aceptada sin reservas quedando sellando un vínculo contractual irrevocable.

La posibilidad de cuestionar el precio de una OPA marca un quiebre respecto del régimen contractual que todos conocemos⁸.

La ruptura del óptimo de Pareto no sería otra cosa que la diferente percepción de valor que el accionista minoritario tiene sobre la equidad del precio de la OPA. Una de las partes de la relación percibe que la otra se está apropiando de algún derecho sacando una ventaja. Para equilibrar esa diferencia de percepción el decreto 677/01 habilita al accionista disconforme promover la acción de impugnación de precio equitativo (*vid.*, artículo 30).

Esta acción tiene por misión que un tercero imparcial fije el precio equitativo de una compraventa de acciones, en nuestro caso, una OPA⁹.

III.

¿Impugnación de precio equitativo o nulidad del precio?

¿Qué sucede cuándo entre el precio de la OPA y el precio pretendido por el socio existe un *spread* exageradamente amplio.

Debemos advertir que la diferencia de percepción sobre la equidad del precio de la OPA es de un 500%.

⁸ Nuestro sistema sólo admite corregir el desequilibrio de las prestaciones sólo en caso de un contexto extremo: la imprevisión. O sea, el contrato como ley para las partes sólo podrá ser corregido ante un evento grave, extraordinario e imprevisto. (*Vid.*, por todos arts. 1197 y 1198 del C. Civil). Dejamos a salvo la acción de nulidad por vicio en el objeto o en el consentimiento; situación diferente al equilibrio de Pareto.

⁹ Tal como está diseñada la acción de impugnación, el accionista disconforme no necesita ser un *holdout* para promoverla. La legitimación activa la tienen los *holdouts* y todos aquellos accionistas que habiendo aceptado la oferta decidan cuestionarla con posterioridad, hayan o no hecho reserva de derechos al recibir el pago del precio.

Esta exagerada diferencia nos lleva directamente al artículo 13.5 LSC: “*son nulas las estipulaciones que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva*”. El notable apartamiento entre ambos valores es patente.

Siendo que el titular de la OPA-1 fue DA International (accionista controlante de Atanor SA) la aplicación del artículo 13.5 LSC es incuestionable. Nos preguntamos: ¿impugnación de precio o nulidad?¹⁰

Una necesaria aclaración: la norma dice expresamente que “*serán nulas las estipulaciones que permitan la determinación de un precio para la adquisición la parte de un socio por otro*”. Por lo tanto si la OPA es lanzada por la sociedad emisora (en nuestro caso la OPA-2) la nulidad del artículo 13.5 LSC es inviable. Decimos esto porque aquella alude únicamente a la compraventa de acciones entre socios (“*adquisición de la parte de un socio por otro*”) omitiendo toda referencia a las operaciones de autocartera que es el negocio dentro del cual se inserta la OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública cuando el titular de la OPA es la propia sociedad emisora (*vid.*, artículo 220.2 LSC)¹¹.

No perdamos de vista que la diferencia de valor de 30% entre el precio de la OPA y el precio estimado por el tribunal arbitral podría dar lugar a considerar que el precio de la OPA se apartó, también, “*notablemente del valor real*”

¿Acción de impugnación de precio equitativo bajo el decreto 677/01, ó acción de nulidad bajo la LSC y artículo 848.1 del Código de Comercio?

IV.

El precio equitativo

Para comenzar el análisis de este punto podemos decir lo siguiente: en nuestro sistema jurídico el *precio equitativo* es una noción esquiva y

¹⁰ *Vid.*, VAN THIENE, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Precio y valor real en el contrato de opción sobre acciones (con especial referencia al artículo 13.5 LSC)*. Working Paper N° 23 CEDEF law & finance.

¹¹ *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. “*OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje iuris o arbitraje de equidad?*” Working Paper N° 19 CEDEF – Law & Finance. También pueden consultarse en revista jurídica www.societario.com

difusa; mejor dicho, no existe. Sí, hemos hallado en nuestro Derecho otras nociones afines: “valor real”, “precio ajustado a la realidad” y “precio justo”. Nos referimos en concreto a los artículos 13.5, 154 y 223 de la LSC. La doctrina especializada que ha intentado explorar estos conceptos es poca, parca, pobre y contradictoria¹².

Entonces: ¿qué significa para nosotros fijar un precio equitativo?

Para desandar esta pregunta tuvimos que meternos de lleno en la legislación y doctrina norteamericana. Allí pudimos encontrar sin mayor tropiezo la noción de *Fair Value*. Nuestra primera impresión es que este concepto (receptado por el derecho positivo y jurisprudencial norteamericana) es mucho más amplio y dilatado que nuestro *precio justo*, e incluso superador del *precio real o de mercado*.

Teniendo en cuenta las fuentes tomadas por nuestro legislador de emergencia para dictar el decreto de transparencia (*vrg.*, legislación de EEUU, códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo de Reino Unido de Gran Bretaña, Alemania, Holanda, Bélgica, Francia, Italia y España; entre otras); y sin desconocer la fuerza arrolladora del mercado *Yankee* en esta materia, fácil es advertir que la referencia al precio equitativo de nuestro decreto no es producto de un descuido; sino que alude, sin disimulo, al *Fair Value*¹³.

¹² Para SASOT BETES y SASOT, el precio justo del artículo 223 es una antinomia pues las acciones se amortizan a su valor nominal. Discrepamos con esta postura. No este el lugar para exponer nuestros fundamentos a tal discrepancia. Por su parte VERÓN, opina que el precio justo excede el valor nominal y abarca el valor patrimonial proporcional de las acciones. Tampoco compartimos esta visión. *Vid.*, respectivamente “*Acciones, bonos y debentures...*” Ed., Astrea de Rodolfo de Palma. Bs As, y “*Sociedades Comerciales*”. T, 3. Ed., Astrea. Bs As. ¹³ Se refieren al *Fair Value*, entre otras, la *Delaware Corporate Law, Section 262*; la *Revised Model Business Corporation Act, Section 13*; *Arizona Corporate Law, Section 10-1330.D*; *Florida Corporate Law, Ohio Business Law*, entre otras legislaciones estatales. La referencia al *Fair Value* en todas estas legislaciones está estrechamente ligado al derecho de salida conocido como “*Dissenting Right, Appraisal Right o Appraisal Remedy*” algo muy parecido a nuestro derecho de receso del artículo 245 LSC combinado con la acción de impugnación de precio equitativo del

No se trata aquí de negar lo evidente: el *cut & paste* en nuestra praxis y cultura jurídica.

El problema es que este trasvasamiento cultural debemos hacerlo de manera coordinada y responsable puesto que cuando queremos deshojar la noción de *precio equitativo* bajo nuestro régimen codificado napoleónico nos encontramos desamparados y a los gritos.

Prueba de ello es el esfuerzo intelectual que tuvo que desplegar el juez Heredia para comprender con algún grado de certeza el alcance de aquel *precio equitativo*. En esa ciclópea tarea de interpretación el magistrado indagó y confrontó las nociones de justicia y equidad; como así también la noción de lo justo y lo equitativo. Sin ahorrar esfuerzo pues la indagación de esta noción le consumió casi 2/3 de su voto, y en una suerte de agotamiento intelectual convencido de que estaba mordiéndose la cola desarrollando un argumento circular terminó concluyendo lo siguiente: el *precio equitativo* del decreto 677/01 equivale al *justo precio* de la Ley 19.550. El magistrado entendió que no puede concebirse un precio equitativo si no es justo, y a la inversa, no puede concebirse un precio justo si no es equitativo (*sic*)¹⁴.

Nos permitimos respetuosamente discrepar. Veamos:

El caso “*Tacchi c. Peters SA*” (precisamente resuelto por esa misma sala D con la anterior composición) ha sido el paradigma de que lo *justo* no siempre equivale a *equitativo*.

El caso *Tacchi* fue un expediente muy parecido al caso que estamos aquí analizando. En aquella oportunidad un socio externo disconforme con el valor del receso - por salida del régimen de oferta pública de la sociedad *Peters Hnos SA*- cuestionó en sede judicial el precio de receso. Aquel derecho de salida había sido valuado por la sociedad bajo el criterio de VPP tal como lo ordena

artículo 30 del decreto 677/01. La jurisprudencia norteamericana ha contribuido notoriamente en la construcción de la noción de *Fair Value*, siendo el *Leading Case* en esta materia el caso “*Weinberger v. UOP*” resuelto en 1983 por el Máximo Tribunal del Estado de Delaware.

¹⁴ Heredia desarrolló en su voto las nociones de equidad y justicia citando doctrina y algunas normas del Código que aluden a la equidad, entre ellos el artículo 1198. Esta norma refiere a la equidad en las prestaciones en contratos bilaterales y sinalagmáticos.

imperativamente el actual artículo 245 LSC. Sin duda el accionista minoritario estaba buscando cuestionar en sede judicial la inequidad de aquel precio.

El tribunal le dio la espalda al reclamo de equidad y halló razón a la sociedad Peters bajo el argumento (jurídico) de que el método elegido por el legislador para valuar el derecho de salida no puede ser otro que VPP. Siendo esto así el tribunal estaba atado de pies y manos y no podía apartarse de aquel criterio legal so pena de incurrir en fallo nulo por arbitrariedad.

Resultado: un claro ejemplo de precio justo (valuado conforme a derecho) absolutamente apartado de la noción de equidad¹⁵.

El lector no puede llamarse a engaño: ha sido precisamente la inequidad del método de valuación contable del artículo 245 LSC lo que llevó al legislador de emergencia a transparentar esta cuestión forzando el lanzamiento de una OPA (en sustitución del receso) a precio equitativo según los métodos de valuación fijados en el artículo 32.d del decreto.

El decreto de transparencia no sólo cambia el paradigma sustituyendo un *Put* por un *Call* sino que además exige a quien lanza el *Call* fijar un precio equitativo valuando las acciones bajo los métodos expresamente indicados en el decreto. O sea, se restringe en alguna medida la libertad contractual a la hora de fijar el precio de una OPA.

Resumiendo: precio equitativo no es sinónimo de justo, ni precio justo sinónimo de equitativo. Además, todo indicaría que el precio

equitativo tampoco coincide necesariamente con el precio real o de mercado; por lo tanto el precio equitativo buscaría ser un concepto jurídico superador.

Aquí va la cuarta pregunta: ¿los métodos de valuación del decreto 677/01 arrojan un precio equitativo?

Veamos en apretada síntesis los métodos de valuación reconocidos por el decreto.

V. Métodos de valuación y precio equitativo (*Appraisal Methods and Fair Value*)

El artículo 32.d del decreto 677/01 ordena lo siguiente: *el precio ofrecido deberá ser un precio equitativo, pudiéndose ponderar para tal determinación, entre otros criterios aceptables, los siguientes: (i) valor patrimonial de las acciones considerándose a ese fin un balance especial de retiro de cotización; (ii) valor de la compañía según criterio de flujo de fondos y/o indicadores a compañías o negocios comparables; (iii) valor de liquidación; (iv) cotización media de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior a la asamblea que decide salir del régimen de oferta pública; (v) precio de suscripción de nuevas acciones por aumento de capital colocadas durante el año previo a la salida del régimen de oferta pública, o precio de una OPA formulada durante el año previo a la salida del régimen”.*

El sistema no descarta la aplicación de otros criterios; pero quien opte por aplicar un método fuera de los expresamente reconocidos deberá demostrar su aceptación por la comunidad financiera.

Veamos a continuación los diferentes métodos reconocidos por el decreto 677/01.

a). *The Asset Approach – Cost Method (Criterio del valor patrimonial proporcional).*

Este método persigue criterios contables obteniendo el valor proporcional de las acciones dividiendo el valor del patrimonio social por la cantidad de acciones emitidas. Este método mide el valor de los activos por su costo de adquisición neto de amortizaciones según criterios impuestos por las normas profesionales para la confección de estados contables.

¹⁵ Parece indiscutido que el valor de cotización de las acciones de Peters Hnos SA al momento de salir del régimen de oferta pública era sensiblemente inferior a su valor contable (situación corriente en la década del 80). Ahora bien, tampoco parece discutible que el valor de las acciones era superior al VPP. O sea, tenemos un valor contable, un valor de cotización y un valor que podríamos decir “real” o el que el Sr. Tacchi consideró “real” para él: ¿cuál de los valores es equitativo? La respuesta no es sencilla. Vid., VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. “OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje iuris o arbitraje de equidad? Working Paper N° 19. CEDEF-Law & Finance y revista jurídica www.societario.com.

El decreto innova en una cuestión: exige confeccionar un balance especial para el supuesto de retiro de cotización. Omite especificar los criterios y el alcance de ese balance especial.

Creemos que el balance especial por salida del régimen implica que el valuador debe valorar los activos y pasivos (tangibles e intangibles) y ajustar sus estimaciones (para arriba o para abajo). Con este método los activos tangibles (bienes de uso y bienes de cambio) se valúan a su coste de reposición, los intangibles a su valor de mercado; mientras que los pasivos comerciales y financieros son estimados a su valor presente aplicándoles una tasa de descuento. El resultado de estos ajustes dará lugar a un patrimonio neto ajustado más próximo a valores de mercado que el mero valor patrimonial proporcional de un balance ordinario.

La literatura especializada es uniforme en afirmar que este método es aplicado a compañías con un valor muy próximo al valor de sus activos tangibles. Este método fijaría el valor mínimo de una compañía y no considera la capacidad de esos activos para generar flujos de caja. Este método, sólo sería viable, en caso de tener que valorar empresas cuyos activos fueran, en esencia, activos fijos sin explotación comercial (vrg., generación de flujos por rentas).

b). The Discounted Cash Flow Approach (Criterio de Flujo de Fondos)

El método de flujo de fondos futuros – conocido mundialmente como “DCF Approach” consiste en valorar un activo a partir de la capacidad para generar flujos de caja futuros trayendo el valor acumulado de esos flujos a una fecha presente. A los efectos de esta valuación el valuador lleva a cabo 3 pasos: 1) estima los flujos de fondos netos que el activo generará en un período de tiempo (normalmente 5 años)¹⁶, 2) más allá de este

¹⁶ A five-year period is typically used, although a shorter or longer period may be adopted if the evidence indicates that a different period would produce a more accurate valuation. Appraisers typically explore various issues during this stage of the analysis, including the following: 1) the trends in the projections compared with historical results, 2) on going changes of the industry where the company runs its lines of business, 3) forecast reasonable

período proyectado el valuador procede a estimar el valor residual de los flujos, y finalmente 3) se fija la tasa a la que se descontará los flujos de fondos proyectados dentro del período proyectado + el período residual. La tasa de descuento aplicada será la equivalente a la tasa promedio ponderada para obtener el costo de capital (*Weight Average Cost Of Capital*). Esta tasa de descuento no será otra cosa que la tasa interna de retorno (TIR) que arrojará finalmente el valor actual neto de la inversión (VAN)¹⁷.

El *DCF Approach* es considerado hoy, como el método de valuación más prominente. Este método ha contado con expreso reconocimiento por parte de la jurisprudencia de los tribunales de los EEUU en casos de impugnación de precio derivados de reorganizaciones societarias tales como *short form mergers*, *freeze-out mergers* y *cash out mergers*. El caso *Weinberger vs. UOP, Inc* ha sido el punto de inflexión de la jurisprudencia judicial del estado de Delaware – posteriormente seguida por un número importante de tribunales federales -. En este antecedente la Corte Suprema de Delaware aceptó dejar de lado el *Delaware Block Method* que fue el método de valuación de acciones hasta entonces aplicado por los tribunales estadounidenses¹⁸.

Es importante destacar que el criterio de flujo de fondos fue el aplicado por el accionista DA International; por el perito valuador y, finalmente aceptado y reconocido por la sala D. El tribunal adhirió a la opinión del perito valuador aceptando al *DCF Approach* como el método técnicamente más correcto (*sic*). Vale decir que la sala D de la Cámara Nacional Comercial se ha puesto a tono con la jurisprudencia especializada en esta materia¹⁹.

capital expenditure and working capital requirements in light of projected sales, industry, trends and 4) examining tax issues that could have an adverse or positive effect on the projected cash flows. *Vid.*, “*Fundamentals Of Business Valuation And Their Application In Legal Disputes*”. WEISS, Scott K. Greenberg Traurig, LLP.

¹⁷ Samuel C. Thompson, Jr., *A Lawyer's Guide to Modern Valuation Techniques in Mergers and Acquisitions*, 21 J. CORP. L. 457 (1996).

¹⁸ Puede consultarse también el caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, Del. Ch. LEXIS 259 (Oct. 19, 1990) aceptando el *DCF Approach* como método correcto de valuación de acciones.

¹⁹ *El DCF Approach* ha sido expresamente reconocido por nuestros tribunales para determinar el valor actual neto de pasivos financieros y comerciales dentro del

c). *The Market Approach* (Criterio de indicadores de compañías o negocios comparables; cotización media de las acciones; precio de suscripción de nuevas acciones)

El *Market Approach* alude a los métodos de valuación indicados en los incisos II, IV y V del artículo 32.d del decreto. Este método incluye 2 criterios: 1) *The Guideline Company Method or Comparable Company Approach* y 2) *The Comparable Transaction or prior transaction involving the subject company*.

Veamos el primero:

1) *Criterio del valor de firmas comparables*: consiste en comparar el valor al que se negocian en el mercado acciones de compañías similares o comparables a las acciones objeto de valuación. Este método exige contar con acciones que coticen en mercados amplios, dilatados y transparentes. Se busca comparar los beneficios operativos antes de amortizaciones, intereses e impuestos (EBITDA) de la sociedad valuada con el EBITDA de compañías similares o comparables. Este método es de difícil aplicación en nuestro mercado debido al reducido número de sociedades abiertas, baja liquidez y alta volatilidad. Tampoco es posible aplicarlo en sociedades cerradas por la poca fiabilidad y transparencia de los datos disponibles. El *Guideline Company Method* sólo puede servirnos como mero criterio orientador.

2) *Criterio de valor por operaciones comparables o previas*: Dentro de este *approach* podemos mencionar los métodos indicados en los incisos IV y V del artículo 32.d del decreto. Este criterio es primo hermano del anterior sólo que referido a operaciones, contratos o negocios comparables como puede ser una OPA lanzada con anterioridad, el valor de cotización o el precio de suscripción de acciones colocadas con anterioridad a lanzar la OPA.

Tal como hemos mencionado antes, el decreto admite fijar el precio equitativo valuando las acciones por otros métodos que apliquen criterios aceptables. Siendo esto así resta indicar el *Delaware Block Method* utilizado (hasta 1983) por los tribunales del estado de

proceso falencial. El artículo 48 de la LCQ es un claro ejemplo de ello.

Delaware y que hoy se sigue aplicando en algunas jurisdicciones. Este método consiste en fijar el *fair value* de las acciones mediante el promedio ponderado de 3 criterios de valuación: 1) el *Asset Approach*, 2) el *Market Approach* y 3) el *Capitalized Earnings Approach*²⁰.

Aún cuando el *Delaware Block Approach* ha sido superado en preferencia por el criterio de flujo de fondos descontados²¹, aquel sigue siendo aplicado por cortes estadounidenses en juicios de impugnación de precio equitativo conocidos como: *Appraisal Remedy*)²².

Hasta aquí un breve paneo sobre los diferentes métodos de valuación reconocidos por el decreto 677/01 y los hemos comparado con los criterios aplicados en procesos de valuación

²⁰ This method relates to the earning capacity of the corporation and involves an attempt to predict its future income based primarily on its previous earnings records including dividends. This value is calculated by taking average earnings during the few years preceding the corporate change. Using average earnings, the appraiser then applies a multiplier determined by considering several factors including the nature and conditions of the business and the type of income producing assets involved. Vid., ob.cit WEISS and LYNTON "Fundamentals of Business ..."

²¹ After *Weinberger* opened up the valuation process to "any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community," the most prominent method of valuation in Delaware has been the discounted cash flow (DCF) method. The DCF method has been described by the Delaware courts as "the preeminent valuation methodology" and "in many situations the single best technique to estimate the value of an economic asset." Puede consultarse WERTHEIMER, Barry "The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value". Duke University. Law Journal. N° 613.

²² The DCF method, although probably the most prominent and frequently used post-*Weinberger* method of appraisal, has not been the exclusive valuation method employed. The Delaware courts have continued to use a variety of valuation techniques, depending on the facts and circumstances of the particular case, including the Delaware block method. *Weinberger* did not prohibit use of the Delaware block method, and this method has continued to be used in Delaware and elsewhere. See, e.g., *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, (Del. 1985); *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers, Inc.*, (Del. Nov. 27, 1996); *Oakridge Energy, Inc. v. Clifton*, (Utah 1997); *Hernando Bank v. Huff*, (N.D. Miss. 1985). Citados por WERTHEIMER, Barry "The shareholders' appraisal remedy and how courts determine fair value". Duke University. Law Journal. N° 613.

judicial de acciones de los EEUU. La elección del mercado norteamericano no ha sido caprichosa pues lo consideramos el derecho mercantil más desarrollado en esta materia.

Aún cuando hicimos un vuelo rasante sobre dichos métodos resta, todavía, indagar el verdadero significado y alcance de la noción: *precio equitativo o fair value*²³. Reiteramos una vez más que dicho concepto poco tiene que ver con el precio de mercado.

VI. Precio equitativo y precio de mercado (*Fair Value and Fair Market Value*)

En una primera aproximación podríamos decir que el precio equitativo es algo más que el valor de mercado aunque no podríamos negar que el precio equitativo podría, en algunos supuestos, empardar al valor de mercado. No tenemos dudas de que ambos conceptos buscan significar cosas diferentes.

¿Qué es el precio de mercado y qué lo diferencia del precio equitativo?

Por precio de mercado encontramos una interesante aproximación conceptual en la resolución N° 59-60 de la *Internal Revenue Service* de los EEUU.

Este organismo recaudador de impuestos entiende que un precio es de mercado cuando ocurre lo siguiente: un bien cambia de manos entre comprador y vendedor sin que ninguna de las partes obre con coacción o apremio para comprar o vender, y ambas partes cuentan con suficiente información (*reasonable knowledge*) de los hechos relevantes obrando con plena capacidad para comprar o vender²⁴

Resulta destacable en esta definición lo siguiente: para que exista un verdadero *Fair Market Value* ambas partes deben comprar y

vender sin coacción (traducción libre de *compulsion*) contando ambas partes con información suficiente (traducción libre de *reasonable knowlege*).

Si aceptamos como verdadera esta definición está claro que el precio equitativo reconoce que algunos de los elementos del *Fair Market Value* están faltando. Por eso la noción de precio equitativo es superadora del precio de mercado, precio real o precio justo.

Veamos las razones por las cuales un OPA por salida del régimen de oferta pública exige un precio equitativo.

a) Precio de mercado vs coacción y oportunismo.

La falta de libertad de una de las partes de la relación (algo muy cercano a nuestro 954 del C. Civil) viene a poner en entredicho el precio de una OPA cuando ésta tiene por objetivo privatizar la inversión sacando las acciones del régimen de oferta pública. Lo que se conoce en la comunidad internacional como *Going Private Transaction (GPT)*

A nadie se le puede escapar que el anuncio de abandonar el recinto provoca en el mercado la siguiente reacción: el mercado descontará la inexorable pérdida de ganancias futuras por la expropiación de la inversión ante la amenaza de una potencial Declaración Unilateral Voluntaria de Adquisición (*Squeeze-out*).

Para el inversor no resulta una buena consejera ponerse intransigente²⁵. La no aceptación de la oferta terminará (tarde o temprano) con la expropiación de sus derechos. Esto nos conduce a la coacción como vicio del consentimiento enquistado en este tipo de negocio, aún cuando la Declaración Voluntaria Unilateral de Adquisición nunca llegue a ser formulada.

Frente a la inminente pérdida de derechos (iliquidez de la inversión) el accionista externo no tiene demasiadas posibilidades de contrarrestar la OPA debiendo aceptar el precio equitativo fijado unilateralmente por el comprador.

²³ There is an inherent ambiguity in the use of the word "fair". In the absence of any precise definition the meaning of "fairness" is open to speculation. *Vid.*, ANAND, Anita. *Ob cit.*

²⁴ The price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller, neither being under compulsion to buy or sell and both having reasonable knowledge of relevant facts and the ability to buy or sell.

²⁵ Precisamente en estos días en que nos encontramos escribiendo estas reflexiones, Telefónica Data de Argentina SA anuncia en La Nación y Clarín la Declaración Unilateral Voluntaria de Adquisición destinada a la final exclusión de los accionistas residuales externos.

Esta afirmación admite sólo una excepción: si el coste de oportunidad lo justifica el socio disidente podrá promover una demanda judicial solicitando la declaración de inconstitucionalidad del artículo 28 del decreto 677/01 (cuestión hoy debatida en tribunales) o; en su defecto, promover la acción de impugnación de precio equitativo²⁶.

En este punto no podemos hacernos los distraídos mirando hacia otro lado: el titular de la OPA pagará por las acciones no más que su propio costo de oportunidad. Esto quiere decir que la estrategia de fijación de precio equitativo implica descontar dos situaciones que le juegan a su favor: 1) la atomización de los destinatarios de la oferta (falta de coordinación de intereses) y, 2) la amenaza percibida por los destinatarios de la oferta de perder una parte sustancial del valor de la inversión por falta de liquidez (ya sea por un potencial *Squeeze-out* o por quedar atrapados en la compañía como socios minoritarios). Ambas situaciones generan una presión coactiva generando incentivos propicios para que los *insiders* diseñen las condiciones de la OPA a su conveniencia generando presión sobre la posición vendedora.

Frente a este escenario el titular de la OPA buscará maximizar sus ganancias pagando por sus acciones el menor precio posible. Por lo tanto el precio equitativo refleja la siguiente ecuación: lograr la máxima aceptación de la OPA al menor coste. El objetivo: alcanzar - cómo mínimo - el 95% del capital y votos a un costo tal que permita lanzar la Declaración Voluntaria Unilateral de Adquisición sacándose de encima a los socios residuales a cambio de migajas.

Partiendo de este escenario, uno podría argumentar cierto uso discrecional de posición dominante en la relación contractual. Partiendo desde aquí uno podría afirmar que el precio equitativo de una OPA - por salida del régimen

de oferta pública - nace viciado desde el vamos²⁷.

En efecto, la OPA que estamos tratando aquí (por salida del régimen de oferta pública) somete a los inversores individuales a la coacción de mercado enfrentándolos al llamado dilema del prisionero.

Nos explicamos:

b) *El dilema del prisionero*

Dijimos que el *Fair Market Value* es aquel que surge de la libre negociación entre comprador y vendedor sin que las partes operen bajo coacción (*compulsion*) y decidiendo ambas con razonable información (*reasonable knowledge*).

Está claro que dentro de la definición de *Fair Market Value* ambas partes buscarán maximizar sus preferencias dentro de las múltiples opciones disponibles. Si no se llega a un punto de coincidencia entre ambas preferencias (*outcome*) no habrá contrato.

Ahora bien, la presencia de la coacción en el mercado de las OPAs - por salida del régimen de oferta pública - es más que patente: la voluntad del destinatario de la oferta se encuentra estructuralmente viciada a causa de las fuerzas coactivas del mercado y de la nula posibilidad que el socio externo tiene para coordinar sus intereses con otros socios minoritarios. Parece que el fiel de la balanza en este negocio se inclina claramente para un lado. Al socio externo no le queda otra alternativa que optar entre lo malo y lo peor; o sea, aceptar la OPA. Rechazarla implica correr el riesgo de ser excluido a los palos, intimar el lanzamiento de una OPA o, en su defecto, quedar retenido como socio residual. Vale decir el inversor se encuentra atrapado y sin salida: el llamado *dilema del accionista o dilema del prisionero*²⁸.

²⁶ Vale destacar que la promoción de la acción de impugnación de precio no detiene la transferencia forzosa de las acciones como consecuencia del *squeeze-out* confirmando la tesis de que no es requisito ser un *holdout* para promover la acción. Puede consultarse VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván Working Paper N° 11 / CEDEF Law & Finance.

²⁷ La prima de la OPA por encima del valor de mercado viene a funcionar como un “premio incentivo” para captar la aceptación de la oferta; más puede no representar el real precio equitativo. El premio busca dirigir la voluntad del inversor a aceptar la oferta. Mas vale pájaro en mano !! Es interesante pero en el caso Atanor SA dicho premio fue de \$1,05 sobre el valor de cotización de \$5,95 al momento de lanzarse la OPA-1. El inversor percibe este premio como una ganancia actual descuidando la pérdida oculta por no participar de la prima de control quedando fuera de esta ganancia. Esto lo analizaremos luego.

²⁸ RAPPAPORT, Alfred. “*Prisioner’s Dilemma*”. BAIRD, R.H. GERTNER y PICKER, R.C. “*Game*

El dilema del prisionero es un ejemplo clásico desarrollado por quienes se han ocupado por estudiar la teoría de los juegos. Este dilema podemos plantearlo con el siguiente ejemplo: Pedro y Pablo son detenidos a causa de un delito del cual la policía carece de pruebas contundentes para acusarlos. La policía, en su estrategia por encontrar a un culpable somete a los imputados a interrogatorios individuales y por separado. El jefe de policía cita a Pedro y le ofrece tres opciones: (1) si confiesas y testificas en contra de Pablo (y Pablo no lo hace en tu contra) quedarás en libertad y tu socio Pablo irá a prisión 20 años, (2) si ambos confiesan y testifican la prisión para ambos quedará reducida a 10 años; pero (3) si no confiesas (y tampoco confiesa Pablo) ambos irán a prisión por 1 año. La misma propuesta le ofreció, por separado, a Pablo.

Tanto para Pedro como para Pablo la peor opción es que el otro confiese, y la mejor, confesar antes que lo haga el otro = libertad vs 20 años de prisión. Esta estrategia busca maximizar una preferencia = la libertad. En esta estrategia uno de los dos necesariamente pierde. Ergo, no conviene quedarse callado.

Ahora bien, se pensamos que Pedro y Pablo son socios, la mejor estrategia conjunta es no confesar. Con esta opción compartirán prisión sólo 1 año.

Pero como no pueden actuar de manera coordinada cada uno buscará maximizar su utilidad como conducta racional de cualquier mortal. Ni Pedro ni Pablo conocen la estrategia del jefe de policía. En efecto, Pablo desconoce que él está en igual posición que Pedro y viceversa. Tampoco tienen la oportunidad para cotejar coordinadamente las ventajas o desventajas de la oferta. Siendo esto así cada uno buscará confesar para ganarse la libertad.

Theory And The Law. Harvard University Press. 1994. Puede consultarse un interesante desarrollo de la coacción en el marco de una OPA en PAZ ARES, Cándido “¿Dividendos a cambio de Votos?” Ed., McGraw-Hill. Madrid, 1996. Si bien este estudio se centra en la operación de conversión de acciones ordinarias con voto en acciones preferidas sin voto sus conclusiones no difieren de una OPA por salida del régimen de oferta pública que presupone, a nuestro modo de ver las cosas, un claro escenario de coacción.

En este escenario el tiempo juega un rol vital: no confesar puede costar 20 años de prisión !!

Si Pablo confiesa (y Pedro también) la pena quedará reducida a 10 años. Ergo, si Pedro y Pablo analizan la situación no dudarán en confesar ambos aún cuando estén separados en celdas diferentes. O sea actuando individualmente y sólo impulsados por su necesidad de acortar la pena, se habrán ahorrado 10 años cada uno.

Ahora bien, si la estrategia de la policía hubiera sido permitirles actuar coordinadamente ambos hubieran analizado las tres alternativas y seguro optarían por no confesar; sin duda la opción más eficiente para ambos (si consideramos que son socios y se deben cooperación y lealtad). No confesando comparten prisión sólo 1 año mientras que confesando ambos van a prisión 10.

Está claro que el dilema en este juego es elegir la alternativa que permita a Pedro y a Pablo ir a prisión la menor cantidad de años; o sea elegir entre lo malo y lo peor. Ganarse la libertad es una opción que está fuera de este juego pues actuando Pedro y Pablo de una manera racional, individual y sin coordinación optarán por confesar ambos. Por lo tanto ninguno se ganará la libertad.

Si Pedro y Pablo actuaran coordinadamente advertirían que la opción 3 es la más eficiente: comparten celda sólo 1 año. Ambos se benefician²⁹.

En el marco de una OPA - por salida del régimen de oferta pública - el destinatario de la oferta se encuentra sujeto a un dilema muy parecido al de Pedro y Pablo. Actuando individualmente el inversor disperso obrará de una manera racional e individual buscando satisfacer su propio interés sin advertir que actuando de manera coordinada y colectiva podría mejorar su posición individual reclamando un precio equitativo superior³⁰.

El lector advertirá con claridad que este dilema no se presenta en una OPA por toma de

²⁹ Vid., PAZ ARES, Cándido. Ob.cit. pag. 95-97.

También puede consultarse LEVIN, David *¿What is Game Theory?*. Department Of Economics. UCLA.

³⁰ Esa falta de coordinación colectiva es lo que permite presumir que el premio de \$1,05 no refleja el precio equitativo. Uno puede preguntarse ¿Qué rol le cabe a las AFJP en protección de los intereses de sus administrados? No hemos tomado conocimiento de acciones judiciales de estas entidades reclamando por un mayor precio equitativo.

control; y ésta es la cruz del problema: en la OPA por cambio de control el accionista externo siempre tiene la opción de no vender. La opción de no venta implica una aceptación tácita al cambio de control dándole un voto de confianza al nuevo *management*. El racional económico de no aceptar la OPA por cambio de control (aún cuando la oferta contenga una jugosa prima) radica en que el accionista especula y descuenta que si un tercero optó por adquirir el control es porque subyace un valor presente mayor al precio de la OPA.

Mientras la OPA –por cambio de control– supone libertad de ambas partes de la relación; vale decir un *Fair Market Value*, la OPA – por salida del régimen de oferta pública– supone una dosis importante de coacción. Frente al dilema del prisionero al que está sometido el socio externo vale la pena indagar sobre el alcance del aludido: *precio equitativo*³¹.

c) Precio equitativo

Para nosotros este precio supone dos cosas: (1) depende del negocio concreto que se esté considerando (*vrg.*, toma de control, consolidación del control, salida del régimen, reorganización societaria, fusión, escisión, *freeze-out transactions*, etc) y, (2) un tercero independiente esté llamado a fijarlo (*vrg.*, valuador, perito tasador, juez o árbitro)

Tal como lo hemos explicado párrafos arriba la jurisprudencia norteamericana ha desarrollado este concepto a partir de acciones judiciales de valuación (*Appraisal Remedy*) como consecuencia del ejercicio del derecho de receso (*Dissenting Right*) derivado de operaciones de reorganización societaria (*Short-form Mergers o Freeze-out Mergers*) en el que un socio disconforme con el precio pagado por la sociedad puede solicitar al juez comercial competente fijar el precio equitativo (*Fair Value*). A los efectos de obtener el precio equitativo el juez debe considerar todas las circunstancias relevantes del caso (*sic*)³².

La tarea de fijar el precio de acciones debe necesariamente incorporar ajustes (para

arriba o para abajo) dependiendo de la operación que se esté valuando. Por ejemplo si se trata de comprar el paquete de control es normal que el precio incorpore una prima de control y cuando se trata de la compra de paquetes minoritarios el precio incorpore un descuento (*Minority Discount*).³³

d) Ajustes al precio equitativo

Una vez obtenido el valor (aplicando el o los métodos que ordena el artículo 32.d del decreto 677/01) el valuador debe realizar los ajustes necesarios mediante primas o descuentos; o sea se debe ponderar la mayor o menor capacidad de ese activo de convertirse en plata. Esto significa que el precio equitativo obtenido por los métodos indicados en el artículo 32.d debe incorporar dichos ajustes.

La literatura financiera especializada nos enseña que los ajustes típicos son dos: descuento por falta o ausencia de liquidez (o mercado) y prima por alta liquidez y apropiación de los flujos de caja futuros. Veremos sintéticamente cómo operan estos ajustes y cómo deben funcionar para el caso de una OPA –por salida del régimen de oferta pública– que conlleva a la consolidación del control, y por ende, a la apropiación al 100% de los flujos de caja³⁴.

i) El *Minority Discount* (negociación de una porción minoritaria)

El valor de mercado de una acción (individualmente considerada) lleva implícito un descuento. Éste consiste en restarle a esta acción la nula capacidad para controlar y dirigir los destinos de la firma. O sea, el valor de la acción sufre un descuento por incapacidad para controlar los flujos.

³³ Un claro ejemplo de esto que decimos es la reciente OPA lanzada por Camargo Correa SA a los accionista externos de Alpargatas SA para adquirir el control de derecho (más del 51% de los votos). El precio ofrecido al mercado fue sustancialmente inferior al precio pagado a los *insiders* por un acuerdo privado.

³⁴ Ante de seguir adelante vale una aclaración: el precio de la OPA por toma de control no precisa pasar por el *test* de equidad puesto que dicho precio supone incorporado el óptimo de Pareto. Por lo tanto preocupa determinar el precio equitativo en aquellas operaciones societarias donde una de las partes carece de plena libertad para decidir, obra con coacción y no cuenta con información suficiente; mientras que la otra fija las reglas apropiándose del 100% de los flujos de caja.

³¹ Por ello el precio de una OPA por toma de control no necesita ser equitativo pues en esta operación todas las partes actúan con plena libertad, sin coacción e informados.

³² *Vid.*, “Weinberger vs UOP, Inc”

Está claro que este descuento opera sólo cuando la porción minoritaria es vendida a un tercero ajeno a la empresa o a otro socio minoritario³⁵. En este caso la cesión de la porción minoritaria no modifica un ápice su incapacidad para gobernar los flujos. En cambio, si esa misma participación es transferida a los *insiders* los efectos económicos difieren sustancialmente: aquellos incrementan sus derechos y por ende su capacidad para apropiarse de los flujos. Esta situación de consolidación o aumento de control interno debe reflejarse en un ajuste para arriba (participación en la prima de control).

ii) Lack Of Marketability Discount (falta de mercado o liquidez de la acción)

Este es un clásico descuento operado sobre el precio de compra de acciones minoritarias en sociedades familiares o cerradas. Este descuento lleva implícito la imposibilidad que tiene el minoritario de convertir sus acciones en metálico.

iii) Private Company Discount (participaciones en empresas familiares o cerradas)

Es muy próximo al criterio de descuento anterior. Sólo agrega el hecho de que las compañías cerradas o familiares poseen múltiplos de valoración muy inferiores a las sociedades cotizadas (p.ej., contingencias, provisiones, baja calidad del management, reducida información, ausencia de transparencia, conflicto de intereses, transacciones con partes relacionadas, etc)

iv) Control Premium (prima de control)

Consiste en el incremento otorgado a un bloque de acciones que confieren el control vía derechos políticos y, por lo tanto, el control de los flujos de caja. Estas acciones permiten a su

³⁵ Suponiendo que un socio minoritario titular del 1% de los votos le vende sus acciones a otro socio minoritario también titular del 1%, es muy probable que esta venta posea una prima por el hecho de que bajo la ley de sociedades el 2% del capital es suficiente para habilitar el derecho de información. Lo mismo podríamos afirmar respecto del 5% para la acción social minoritaria de responsabilidad por mala gestión. Esta capacidad para molestar o entorpecer la gestión societaria también tiene su precio. (*vid.*, arts. 274, 275 y 294 LSC).

titular apropiarse de los *cash flows* y nombrar al *management in totum* fijando políticas de dividendos, política de honorarios, de reservas, fuentes de financiamiento, reorganizaciones societarias, venta de activos, fusiones, escisiones, etc. Está claro que cuanto mayor sea la participación mayor será la apropiación de esos flujos a través de los derechos que confieren las acciones adquiridas.

Ahora bien, por encima del 51% de los votos el incremento de la prima de control no es directamente proporcional. Ejemplo: si se pagó \$100 por el 51% del capital esto no significa que el 100% valga \$196,07; como tampoco que el 49% valga \$96,07. Es muy probable que ese 49% valga mucho menos que eso.

v) Investment Value Approach (valor de inversión)

Este ajuste pondera las especiales circunstancias existentes entre comprador y vendedor. El *Investment Value Approach* tiene por objetivo considerar las sinergias que pueden generar los activos del vendedor sumados a los del comprador. Este ajuste suele producirse en operaciones de M&A donde la relación de canje o precio de compra de acciones tiene en cuenta los efectos multiplicadores de los beneficios operativos antes de impuestos, amortizaciones, e intereses (EBITDA) como resultado del ahorro de costes operativos derivados de la compra o fusión. Estas sinergias permiten al adquirente potenciar la capacidad de generar flujos de cajas y se producen generalmente cuando comprador y vendedor operan en el mismo mercado o industria.

Es central aquí determinar si el socio externo destinatario de la OPA tiene derecho a participar de la prima de control como consecuencia de la salida del régimen de oferta pública. Esta es la cuestión.

TÍTULO B

I.

El caso Atanor SA

A. La estrategia de salida del régimen del régimen de oferta pública

Veamos la estrategia en el caso que estamos analizando:

a) OPA - 1

El 11 de noviembre de 2003 DA International (sociedad controlante de Atanor SA constituida bajo las leyes del estado de Iowa, EEUU) lanzó al mercado una OPA voluntaria con el objetivo de comprar hasta 23.857.591 acciones ordinarias representativas del 33,56% del capital social y votos de Atanor SA³⁶.

En oportunidad de comunicar la OPA mediante el prospecto informativo, DA International anunció que era su intención retirar a Atanor SA del régimen de oferta pública y si, como resultado de oferta, DA International llegaba a adquirir una participación equivalente - como mínimo - al 95% del capital social de Atanor SA, ésta quedaría en una situación de control casi total pudiendo lanzarse una Declaración Unilateral Voluntaria de Adquisición por las acciones residuales.

i) Precio

El precio de la oferta de compra = \$7,00 por acción. El precio de cotización de las acciones a la fecha de la OPA = \$5,90 por acción. Prima = \$1,10 por acción

ii) Recomendación del directorio

En oportunidad de lanzarse la OPA el directorio de Atanor SA comunicó al mercado - a través del prospecto - una recomendación técnica sobre conveniencia de aceptar la oferta.

iii) Consecuencias de no aceptar la OPA

El prospecto informativo indicaba que los accionistas que optaran por no aceptar la OPA se enfrentarían el siguiente escenario: (i) un mercado de acciones menos líquido con directo impacto en el precio de cotización de la acción (reducción del *Fair Market Value*), (ii) lanzamiento de una OPA por salida del régimen de oferta pública fijando el precio equitativo conforme el decreto 677/01 y (iii) posibilidad de lanzar una Declaración Unilateral Voluntaria de Adquisición si como

³⁶ 47.257.576 acciones ordinarias clase A, B y D representativas del 66,39% del capital y votos estaban en poder de DA International. O sea, el objetivo de la OPA - 1 fue incrementar y consolidar el control interno en Atanor SA. *Vid.*, prospecto publicado en el Boletín Diario de la BCBA. 11.11.2003.

consecuencia de la OPA Atanor SA quedara en situación de control casi total.

LA OPA-1 tuvo una aceptación cercana al 99,98%. Para terminar de adquirir el 100% del capital remanente se lanzó la OPA-2.

b) OPA - 2

El 18 de mayo de 2004 (casi 6 meses más tarde) Atanor SA lanzó al mercado una OPA por salida del régimen de oferta pública (tal como había anticipado en la OPA - 1) y, en sustitución del receso del artículo 245 LSC.

En esta instancia DA International poseía el 98,302% del capital social y votos de Atanor SA; o sea Atanor SA estaba en situación de control casi total pudiendo deshacerse del capital residual (1,698%) a través de una Declaración Voluntaria Unilateral de Adquisición. Aún frente a esta opción Atanor SA lanzó una OPA por salida del régimen de oferta pública³⁷.

El objeto de la OPA fue rescatar 1.250.580 acciones representativas del 1,698% del capital social y votos de Atanor SA para proceder a la salida de la bolsa de valores. Luego de la salida del régimen Atanor SA quedaría convertida en una subsidiaria totalmente controlada por DA International.

i) Precio

El precio de la oferta de compra = \$7,06 por acción. Se observa un incremento de \$0,06 por cada acción comparado con el precio ofrecido en la OPA-1³⁸. O sea, un sobre costo respecto de la OPA-1 de \$75.034. *Pinuts !!!*

ii) Consecuencias de no aceptar la OPA -2

³⁷ Cabe presumir que dicha opción tuvo su razón de ser en que para esa época se estaba debatiendo en los tribunales la inconstitucionalidad del artículo 28 del decreto 677/01. *Vid.*, “Rodríguez c. Tenaris – Siderca SA”. El lector puede consultar VAN THIENEN, Pablo – 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° 5. CEDEF - Law & Finance. También puede consultarse en www.elderecho.com.ar

³⁸ El precio lo fijó una valuadora independiente siguiendo el procedimiento previsto en la normativa vigente. *Vid.*, Prospecto. Punto 12.2 pag. 15.

El prospecto informativo indicó que los accionistas que opten por no aceptar la OPA enfrentarán el siguiente escenario: pasarán a ser accionistas minoritarios de una sociedad controlada al 98,302% por DA International. O sea, Atanor SA estaba anunciando al mercado que había descartado la opción del *Squeeze-out*. Este mensaje tenía un claro objetivo: incentivar la aceptación de la OPA bajo la amenaza de salir del régimen quedando atrapado *sine die* en la sociedad.

B) Resultados de la OPA -1 y OPA-2

Luego de lanzadas ambas OPAs quedaron flotando 449.757 acciones sobre un total de 23.857.591 acciones rescatadas. Podemos afirmar que la OPA fue aceptada por una mayoría abrumadora: 99,98%. Claramente exitosa.

¿Semejante grado de aceptación significa que el mercado consideró que \$7,00 por acción es el precio equitativo?

Parece que el caso Atanor SA terminó demostrando que el precio equitativo de la OPA pudo incrementarse si los inversores hubieran actuado de manera coordinada y estratégica beneficiándose todos con la ganancia.

II.

La acción de impugnación de precio equitativo

Planteado el juego en estos términos un accionista titular del 0,007486 del capital social de Atanor SA (disconforme con el precio de la OPA) montó su estrategia, decidió actuar aisladamente y no se dejó coaccionar por el mercado: promovió la acción de impugnación de precio equitativo ante el Tribunal Arbitral de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (conf., artículo 30 del decreto 677/01).

Una cuestión preliminar que vale remarcar antes de continuar y que la sala D menciona en su fallo es que el Tribunal Arbitral se constituyó como tribunal arbitral *iuris*. Queremos dedicarle a este tema unas breves líneas aún cuando sabemos que estamos desviando un poco la atención del tema central.

El lector interesado puede consultar otro trabajo³⁹.

a) ¿Arbitraje de derecho o arbitraje de equidad?

La acción de impugnación de precio equitativo es una nueva acción procesal creada por el decreto 677/01 para quienes participan en el mercado de valores⁴⁰. Quien desee atacar el precio tiene como única salida recurrir a esta acción de impugnación tentado fortuna ante los tribunales estatales o ante la jurisdicción arbitral (*vid art. 38, último párrafo*)⁴¹.

La impugnación del precio equitativo sólo tiene por objeto *cuestionar la valuación* de las acciones (*sic*). Vale decir que el inversor insatisfecho podrá impugnar: (i) el criterio de valuación utilizado entre los cinco mencionados en el artículo 32.d, (ii) proponer un precio según el mismo criterio propuesto por el oferente o, en su defecto, aplicando otro criterio aceptable, (iii) cuestionar la tasa de descuento utilizada para los flujos de fondos proyectados, cuestionar la tasa interna de retorno para obtener el valor actual neto de esos flujos, cuestionar la beta que integra la TIR, el plazo proyectado, la perpetuidad, el valor de las acciones de empresas similares, la prima de control, el "*Minority Discount Approach*", supuestos "*AS IF*" considerados en el *Investment Value Approach*, entre muchas otras cuestiones relacionadas con valuación de activos.

Planteada la contienda el tribunal debe nombrar peritos tasadores, dictar sentencia y fijar el precio equitativo definitivo. Así lo ordena el decreto 677/01.

En el caso Atanor el tribunal arbitral elegido por el actor se constituyó en tribunal *iuris*. La pregunta que nos surge es la siguiente: ¿tribunal de derecho o tribunal de equidad?

La respuesta a este interrogante la encontramos en el propio Reglamento de Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en el

³⁹ *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo A – DI CHIAZZA, Iván. "OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje *iuris* o arbitraje de equidad? (Análisis de los artículos 30 y 38 del decreto 677/01). Working Paper N° 19. CEDEF - Law & Finance. También puede consultarse en www.societario.com

⁴⁰ Tampoco se asemeja a la impugnación de precio del artículo 154 LSC.

⁴¹ Si el impugnante fuera la sociedad emisora por no compartir las objeciones levantadas por la CNV, el arbitraje se torna obligatorio.

CPCCN. Ambos estatutos prevén la regla según la cual si no se encuentra expresamente pactado el arbitraje de derecho la contienda debe resolverse por árbitros amigables componedores. Esto quiere decir que el Reglamento de Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha seguido a pie juntillas el principio consagrado en el artículo 776 del CPCCN según el cual en caso de silencio sobre el arbitraje *iuris* se interpreta que las partes optaron por el arbitraje *ex aequo et bono*. Este principio es aplicable al caso de la acción de impugnación de precio equitativo a pesar del silencio del decreto 677/01. La propia naturaleza del tema objeto de arbitraje (*vrg.*, valuación de acciones) nos indica claramente que se impone el arbitraje de equidad⁴².

III. Las valuaciones

a) *Valuación del tribunal arbitral de iuris de la BCBA*

El tribunal arbitral fijó el precio equitativo en \$9,1125 + 20%.

Llegó a esta conclusión apartándose del *FDC Approach* utilizado por el valuador independiente de la OPA y el perito valuador designado por el tribunal arbitral. El tribunal llegó a aquel precio *equitativo* utilizando un método de valuación completamente ajeno a los indicados en el artículo 32.d del decreto 677/01 y con nula aceptación por parte de la comunidad financiera. El método consistió en adicionar al valor contable de los activos el valor de los seguros contratados sobre dichos activos; dividiendo la suma de dichos valores por la cantidad de acciones en circulación de Atanor SA. O sea, una suerte de *Asset Approach* combinado con valor de los seguros contratados (!!)⁴³.

⁴² *Vid.*, art. 2° del RABCSA. El lector puede consultar VAN THIENEN, Pablo A – DI CHIAZZA, Iván. “OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje *iuris* o arbitraje de equidad? (Análisis de los artículos 30 y 38 del decreto 677/01). Working Paper N° 19. Publicado en CEDEF - Law & Finance.

⁴³ Esta es nuestra interpretación de la lectura del fallo. No hemos tenido acceso al laudo ni conocemos sus términos precisos. No obstante está claro que el método utilizado por el tribunal arbitral ha merecido crítica de la sala D.

La utilización de este método fue duramente cuestionado por la sala D considerándolo arbitrario. Para la sala el tribunal arbitral debió sujetarse a los métodos de valuación indicados en el artículo 32.d del decreto y en caso de optar por apartarse debe dar fundamentos serios y convincentes de dicho apartamiento. Para el tribunal estatal la postura del tribunal arbitral carece de razonabilidad y legalidad pues nada indica que la equidad del precio de la OPA pueda extraerse recurriendo a métodos de valuación no reconocidos. Una valuación así realizada no deja de ser una estimación de precio equitativo que surge de la mera voluntad de los árbitros (*sic*). La equidad no puede derivar en discrecionalidad (*sic*).

Compartimos por completo estos fundamentos.

b) *Valuación del actor*

Ruberto valuó las acciones de Atanor SA en \$35,32. Arribó a ese precio a partir de considerar los siguientes elementos: (i) intangibles de Atanor SA tales como patentes de invención, (ii) contingencias pendientes de cobro y (iii) ponderación de otras empresas comparables (*The Guideline Company Method or Comparable Company Approach*). Estos métodos fueron descartados por la sala D con diferentes fundamentos que compartimos y que no vale la pena repetir aquí.

c) *Valuación de la sala D*

El tribunal estatal se sujetó al método de valuación de flujo de fondos utilizado por el perito valuador (*FDC Approach*) admitiendo que éste es el criterio generalmente aceptado por la comunidad financiera y académica internacional para valuación de acciones de compañías cerradas y cotizadas. De esa forma el tribunal coincidió con el perito en que el precio equitativo de las acciones de Atanor SA debió ser = \$7,97 por acción.

Por encima de ese precio la sala D reconoció a favor del actor un 1% como derecho a participar en la prima de control. O sea, para el tribunal estatal el precio equitativo de las acciones debió ser = **\$8,0497** (\$7,97 + 1%).

Así estamos llegando a la cruz del problema: ¿participación del socio externo en la prima de control?

IV

Participación del socio externo en la prima de control

El expreso reconocimiento por parte de un tribunal estatal al derecho a participar de la prima de control debe ser tomado en cuenta por los operadores de mercado a la hora de fijar el precio equitativo en una operación que implique consolidación de control (ya sea en el ámbito de la oferta pública o en una operación netamente privada).

Parece que la participación del socio en la prima de control en operaciones de *squeeze-out* deviene de elementos propios y patológicos de operaciones societarias que derivan en un control absoluto de las oportunidades de ganancias. Veamos:

a) Salida del régimen, flujo de información y precio equitativo

Analizada la estrategia de salida del régimen de oferta pública fácil es advertir que el mayor o menor flujo de información disponible será vital a la hora de determinar el precio equitativo. Está claro que no es suficiente arribar al precio equitativo aplicando sólo los métodos del artículo 32.d sino que dicho precio debe sufrir algún ajuste. Esto ya fue explicado.

El racional de este ajuste deriva precisamente de la percepción que tiene el mercado de que hay cierta información privilegiada en manos de los *insiders* y que no está disponible. Flota en el aire la sensación de que la salida del régimen lleva implícita una ganancia oculta para los *insiders*. De lo contrario uno puede preguntarse: ¿por qué salir del régimen de oferta pública?

*“Minority shareholders are unable to share in the gains the corporation makes upon taking advantage of corporate opportunities. Minority shareholders expect to share equally per share with controlling shareholders in the gains resulting from a Going Private Transaction. It is plausible that controlling shareholders will seek to buy out minority at the lowest price possible”*⁴⁴.

⁴⁴ Vid., BRUDNEY, “Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distribution and Reorganization”. 1983. Cal. Law. Rev. 1071-1131.

La fórmula del precio equitativo buscaría compensar de alguna manera aquella conducta oportunista

El manejo de información privilegiada resulta vital a la hora de diseñar un *squeeze out*. Está claro que los socios controlantes y *managers* conocen de manera anticipada concretas oportunidades de ganancias y posibles negocios que no están al alcance de los inversores. No ponemos en duda que los *insiders* tienen el legítimo derecho de no querer compartir esas oportunidades con los socios externos; y para lograr esa estrategia de apropiación al 100% de la oportunidad, nada mejor que convertirse en una sociedad cerrada al 100%. Es esta conducta oportunista la que pretende equilibrar el precio equitativo. Por eso se excluye el valor de mercado como precio equitativo. Empero, resulta complejo determinar cuál es aquella ganancia (u oportunidad) que los *insiders* deben compartir con los socios externos⁴⁵.

b) Salida del régimen e inaplicabilidad del Minority Discount Approach

Estamos de acuerdo en que la salida del régimen de oferta pública no significa aplicar a los accionistas externos el *Minority Discount Approach* tal como lo hemos analizado párrafos más arriba; sino todo lo contrario, creemos que la salida del régimen implica para el socio controlante una ventaja de fácil medición: ahorro de costes administrativos, apropiación del ciento por ciento de los flujos de caja futuros, contratación con partes relacionadas en condiciones fuera de mercado y en interés grupal, escaso o nula divulgación de información relevante, confidencialidad, inexistencia de costes de agencia tales como nombramiento de comité de auditoría, síndicos, entre otras ventajas y ahorros.

⁴⁵ The overreaching difficulty with the fairness principle lies in the seeming practical impossibility of determining what counts as a gain that must be shared. An estimation of the savings in agency costs and costs associated with servicing shareholders and the estimation of the prospects of the company now that it is no longer public. En nuestra opinión esta reducción de costes operativos impactará directamente en el EBITDA y por ende en el flujo de fondos futuros. Ergo, ya estaría incluido en el precio equitativo. Para nosotros se trata de descifrar algo más: la participación del socio en la prima de control. Para ello partimos del hecho de que si el socio tiene ese derecho frente a una OPA por toma de control, no lo puede perder frente a una operación social que lleva a la consolidación de ese control.

Dichas ventajas forman parte de la información privada o privilegiada que poseen los *insiders* y no está reflejada en el valor de cotización de la acción, y menos aún, en la fórmula de precio equitativo del artículo 32.d del decreto⁴⁶.

El método de flujos de fondos, el criterio del valor patrimonial proporcional y el valor de empresas comparables o transacciones ocurridas sobre acciones en un período anterior a la OPA, etc; no reflejan esta realidad: el *mangement* cuenta con información privilegiada que no está disponible para el mercado y eso escapa al valuador⁴⁷.

Está claro que el precio equitativo de la OPA calculada según el artículo 32.d del decreto 677/01 no contemplará esta información estratégica en poder exclusivo de los *insiders*. Por eso el precio equitativo obtenido según los métodos autorizados debe contemplar una prima.

La posibilidad de apropiarse al 100% de los flujos de fondos futuros reduciendo gastos operativos por salida del régimen, más la posibilidad de administrar información privilegiada y estratégica de manera oculta sin informar al mercado, la consolidación del interés grupal, permite concluir que el precio equitativo de una OPA - por salida del régimen de oferta pública - debe contemplar una participación del minoritario en la prima de control derivada de la plena apropiación de oportunidades de renta futura por parte del socio controlante⁴⁸.

⁴⁶ The fairness principle argue that fair treatment requires not only that minority shareholders be given the value that they are compelled to surrender but also that they be given a share of the increment or of the opportunities which the insiders acquire by forcing them out (...) minority shareholders are unable to share in the gains the corporation makes upon taking advantage of corporate opportunities. *Vid.*, EASTERBROOK & FISCHER

⁴⁷ In the context of a Going Private Transaction the controlling shareholder may have access to non-public information and, could benefit from the use of this information. *Vid.*, SEYUN, HS “*Insiders, Profits, Costs of Trading and Market Efficiency*”. 1968. *Journal of Finance and Economy* 189. Harvard Law Review.

⁴⁸ El lector puede consultar VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. “*La declaración de*

La participación del socio externo en dicha prima ajustando (para arriba) el precio equitativo parece ser la ecuación. La duda es el *quántum*.

c) *¿Corresponde un premio del 1%?*

El Dr. Heredia criticó el método de valuación aplicado por el tribunal arbitral para llegar al precio equitativo de \$9,1125 +20%. Heredia no vaciló en tacharlo de arbitrario. Compartimos esa apreciación.

Ahora bien, el propio magistrado no fundó – más allá de alguna doctrina - las razones técnicas para otorgar al titular del 0,007486% del capital de Atanor SA un premio del 1% por participación en la prima de control.

Sin abrir juicio de valor sobre la exactitud de dicho premio creemos que al fallo careció en este aspecto de suficiente rigor técnico que permitiera justificar aquel 1% más allá de la clásica fórmula de los cinco dígitos oscilantes.

TÍTULO C

I

La salida del régimen como juego y el dilema del prisionero

Todas aquellas situaciones en las cuales por lo menos una las partes sólo puede maximizar su utilidad anticipándose a la conducta de los otros, y éstos responden por las acciones de aquel se denomina: *juego*. Y quienes participan del juego se los denomina: *jugadores*.

Partiendo de esta noción –derivada del estudio de la Teoría del Juego - podemos afirmar que Atanor SA, DA International, inversores institucionales e individuales entraron en un juego. Resta descifrar quién ganó y quien perdió.

Está claro que la salida del régimen implicó montar un andamiaje estratégico. La primera movida dentro del tablero fue salir del mercado de valores en dos tramos (OPA-1 y OPA-2). La segunda movida (que dependía esencialmente de la primera) es que la OPA-1 ofreciera un precio equitativo suficientemente alto como para captar la

adquisición en la sociedad anónima cotizada bajo control casi total: la expropiación de acciones y la expulsión forzosa del accionista minoritario”. Working Paper Nº 5. Publicado en CEDEF- Law & Finance.

voluntad de los inversores aspirando alcanzar el 100% del capital. La tercera movida consistió en que la OPA-1 no implicara la decisión del salir del régimen sino que la salida sería consecuencia necesaria del resultado de la OPA-1. La cuarta movida consistió en que la OPA-2 fue lanzada por la sociedad cotizada casi totalmente controlada quedando en la bolsa un capital flotante insignificante. Quinta movida: jaque mate (!!)

Analizada la cuestión desde la Teoría del Juego no tenemos duda que el dilema del prisionero se aplica a la perfección en una OPA por salida del régimen de oferta pública.

Pasamos a explicarnos:

El lanzamiento de la oferta implica poner en marcha estrategias tanto para el oferente como para los destinatarios de la oferta. Ambas partes deben analizar las mejores estrategias posibles para sacar la máxima ventaja. Esta situación de estrategias implica entrar en un juego⁴⁹.

Comparando el dilema del prisionero con la OPA -por salida del régimen de oferta pública- veremos muchos puntos en común:

1. Una de las partes fija las reglas del juego: (precio de la oferta, plazo, condiciones, moneda de pago, forma de pago, manejo de información, etc). Este jugador es muy parecido al jefe de policía en el ejemplo e Pedro y Pablo.

2. La otra parte (receptora de la oferta) debe aceptarla. No tiene demasiadas alternativas como para negarse. Sabe que de no

aceptarla corre el riesgo de perder su inversión. Carece de tiempo para decidirse, carece de información relevante y no puede actuar coordinadamente con otros. El inversor está igual que Pedro y Pablo: debe aceptar entre lo malo y lo peor. ¿Cuál será su estrategia para evitar lo peor?

Optar por aceptar la oferta será el escenario malo mientras que no aceptarla será la peor. ¿Hay otra opción disponible en la estrategia del inversor? Impugnar el precio o especular con que el oferente decida aumentarlo en otra OPA. Esta última estrategia es extremadamente riesgosa pues puede suceder que el oferente opte por no elevar la apuesta. Llevar la estrategia a este extremo puede significar que el inversor se vea forzado a regalar sus acciones al terminar atrapado en una sociedad cerrada. Es probable que el inversor descarte esta última opción. La aceptación de la OPA al 99,98% es prueba elocuente de esto que afirmamos.

Hoy, con el diario del lunes, sabemos con certeza que los accionistas no se llevaron el mejor precio.

El camino de la impugnación tampoco es neutro. Llevar adelante la acción de impugnación de precio equitativo implica tener que asumir costes transaccionales elevados y que sólo se justificarán si el monto de la inversión paga. El decreto 677/01 contiene una fórmula que busca neutralizar los costes estratégicos cargando sobre el emisor (o el socio impugnante) los costes transaccionales (vrg., honorarios de peritos) según la diferencia existente entre el precio equitativo ofrecido y el finalmente decidido por el tribunal.

La opción de no aceptar la oferta o impugnar se torna aún más gravosa cuando advertimos que el inversor debe decidir de manera aislada sin poder coordinarse con otros inversores (como Pedro y Pablo).

El lanzamiento de una OPA -por salida del régimen de oferta pública- implica para el inversor entrar en el juego del oferente y tener que decidir simultáneamente sin coordinación posible, absolutamente desinformado y sin posibilidad de montar una estrategia común. Cada uno decidirá en forma individual y racional optando por aquella que le permita zafar de lo peor: quedar *preso* en una sociedad totalmente controlada.

⁴⁹ All situations in which at least one agent can only act to maximize his utility through anticipating his behavior the response to his actions by one or more other agents is called a game. Agents involved in games are called players. Each player in a game faces a choice among two or more possible strategies. A crucial aspect of a game involves information that players have when they choose strategies. The game theory is about rational actions. The matrix of a game can be sequential move game or simultaneous move game. In sequential move game players chose their strategies one after the other while in simultaneous move games players chose strategies at the very same time. It is important in both matrix whether and when players know about other players` actions. Simultaneous move games are games of imperfect information.

Analicemos las estrategias en términos de ganancias y pérdidas para entender un poco más de qué estamos hablando.

II

La estrategia del oferente

Partimos del dato concreto de que el precio equitativo debió ser **\$8,0497**.

Si consideramos que la OPA-1 tuvo un precio de \$7,00 observamos para el oferente un ahorro de \$1,0497 por acción. Si tenemos en cuenta que en esa OPA se compraron 23.857.072 tomamos nota de que el ahorro fue de casi \$25.042.768. Tengamos presente que en la estrategia de venta el precio ofrecido en oportunidad de la OPA-1 supone el precio equitativo más bajo⁵⁰.

La estrategia montada para salir del régimen dio sus frutos: ofrecer un precio equitativo tal que permita al oferente salir del régimen al menor costo. El aprovechamiento estratégico anticipando las percepciones del mercado permitió arrojar un ahorro para nada despreciable.

Tengamos presente que la salida del régimen demandó el lanzamiento de dos OPAs. La primera a un precio de \$7,00 y la segunda a \$7,06. Este es un claro ejemplo de *Repeated Games and Coordination*. Esto quiere decir que cuando una estrategia se repite los jugadores comienzan a coordinarse obteniendo así mayores ventajas (*outcomes*). En la segunda ronda se aumentó el precio: ¿cuál sería el precio equitativo de una eventual OPA-3?

La actuación racional e individual del inversor no le permitió montar una estrategia común para obtener el mejor precio equitativo posible: **\$8,0497**.

III

La estrategia del inversor (*Holdout*)

Ruberto, titular de 178.600 acciones valuadas a \$7,00 según OPA-1 optó por otra estrategia especulando con las necesidades de DA International y las de Atanor SA. Es fácil

presumir la siguiente especulación: si quieren salir del régimen no les gustará contar con un socio minoritario insatisfecho. Percibiendo esta necesidad Ruberto optó por obtener la mayor ventaja disponible dentro de este juego echando mano a la acción de impugnación de precio.

Esta estrategia funcionaría como una suerte de OPA-3 elevando la apuesta. Ruberto actuó de manera aislada, especulativa y racional evitando lo malo y lo peor. Buscó una opción que le permitiera maximizar su estrategia de salida.

Medido por los resultados podemos afirmar que el objetivo fue acertado. Si calculamos que Ruberto tenía 176.800 acciones valuadas a \$7,00 y obtuvo por esas mismas acciones un precio de \$8,0497 podemos decir que el inversor ganó la diferencia entre el precio de la OPA-1 y el precio equitativo fijado judicialmente; o sea, \$185.586 (aproximadamente).

Analizada la estrategia desde la teoría del juego se advierte con claridad una ventaja económica indiscutida para el oferente: ahorro de costes y una ventaja indiscutida para el *holdout* una ganancia mayor al precio equitativo de la OPA-1 y de la OPA-2.

¿Habrán alcanzado las partes el punto de equilibrio de "Nash"⁵¹.

IV

El mercado como indicador de precio equitativo

La sala D entendió que el alto grado de aceptación voluntaria de las OPAs debió ser entendido como un indicador del carácter justo con el que el mercado percibió el precio y, consecuentemente, como una pauta a seguir en términos económicos.

Recordemos que la sumatoria de ambas OPAs derivó en una aceptación que orilló el 100%.

La lectura que hace el tribunal es correcta si consideramos que el precio equitativo fijado en las OPAs buscó "tentar" a los inversores

⁵⁰ Estos números son aproximados pues 755.851 acciones de Atanor SA fueron adquiridas a \$7,06 según OPA-2.

⁵¹ Vid., por todos NASH, John. "Equilibrium Points in *n*-Person Games. PNAS 36:48-49; "The Bargaining Problem" *Econometrica*. 18:155-162; "Non Coopertive Games" *Annals of Mathematics Journal*. 54:286-295. John, NASH. Premio Nóbel de Economía. Matemático (1950).

ofreciendo un premio para que se desprendan de sus acciones; compensándolos así por el mal trago de verse compelidos a abandonar la empresa.

Reiteramos algo que dijimos párrafos arriba: la OPA por salida del régimen no es un *Fair Market Value* pues una de las partes opera bajo coacción y esa coacción pretende ser compensada mediante el premio fijado por encima del valor de cotización. Sin embargo, tal como señalamos párrafos arriba los métodos para fijar el precio no alcanzan a reflejar el verdadero precio equitativo, tal como quedó demostrado en el caso Atanor SA.

La prueba de que el inversor obra de manera coaccionada, individual, racional y sin coordinación común es un claro indicio de que la aceptación al 99,98% no tiene por qué evidenciar un *Fair Value*. A los sumo lo que sí prueba y evidencia es que el mercado opera desinformado, aislado y bajo coacción⁵².

Aquí no funciona la máxima de que nadie es mejor juez del crédito que el propietario; opinión corriente en el ámbito concursal. En un proceso concursal los acreedores operan informados, en común y coordinadamente pues tiene la opción de vetar el acuerdo sin dar el consentimiento; e incluso cuentan con un funcionario que los defiende: el síndico⁵³.

V. Precio equitativo y prima de control

Compartimos el criterio de la sala D en cuanto a que el precio equitativo de una OPA – por salida del régimen de oferta pública – debe contener un premio por participación en la prima de control aún cuando la sociedad emisora incorpore a sus estatutos sociales la cláusula de adhesión al régimen de OPA estatutaria optativa por toma de control. Para

⁵² ¿Por qué los accionistas acuden a una oferta que les resulta perjudicial? La única razón que queda para explicar un fenómeno tan paradójico es que la voluntad se encuentra viciada. En la raíz de todo hay un problema de coacción o de intimidación. *Vid.*, PAZ ARES, Cándido. *Ob.cit.*, pag 94 y sgtes.

⁵³ El lector puede consultar el interesante fallo de 1º instancia del Dr. Kõlliker Frers en el caso “*Ferrum s/impugnación de propuesta*”.

nosotros la *prima de control* opera en los casos de consolidación de control por salida del régimen como compensación a favor del minoritario por pérdida de liquidez de su inversión.

Hemos dicho en otra oportunidad y reiteramos aquí, que no parece justo que los socios externos puedan participar de la prima de control frente a una operación de cambio del control (OPA obligatoria optativa), y al mismo tiempo sean despojados de esa ganancia frente a una operación de salida del régimen de oferta pública (OPA obligatoria) que implica, en definitiva, un negocio intrasocietario de consolidación de ese control⁵⁴.

VI. Enseñanza del caso Atanor y conclusiones preliminares

El expreso reconocimiento judicial de la participación en la prima de control a favor del socio externo es una correcta aproximación a la noción de precio equitativo más allá del precio obtenido por los métodos del decreto 677/01.

En la OPA por salida del régimen de oferta pública los socios externos no puedan decidir coordinadamente y trazar una estrategia común. El dilema del prisionero les jugará en contra. La literatura especializada y la experiencia de otros mercados indica que precio equitativo debería compensar esa situación.

La falta de coordinación del mercado no la puede suplir eficazmente la Comisión Nacional de Valores en su rol de garante de la transparencia del mercado.

El coste de oportunidad de fijar un precio sin considerar la participación en la prima de control sigue pagando.

Flota en aire la fundada sospecha de los inversores institucionales.

⁵⁴ *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. VAN THIENEN, Pablo – 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° 5 CEDEF- Law & Finance.

Queda en entredicho la real independencia de criterio de los valuadores independientes⁵⁵. El caso Atanor deja en el paladar la amarga sensación de que en las OPA recientes por salida del régimen de oferta pública el precio equitativo ofrecido por las sociedades listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ha quedado muy distante del verdadero *Fair Value*.

⁵⁵ Assessment of value is the financial incentive that valuers have in arriving at a price that meets management's approval. While valuers may ostensibly independent, they wish to retain their customers. A valuer which anticipates receiving business in the future will have an incentive to arrive at a result congenial to management, who will decide the disposition of future business. An intense negotiation process usually occurs in which the controlling shareholder, the special committee, the valuer and the officers of the target company seek to arrive to a range that is satisfactory to all parties. This negotiation process undermines the objectiveness of valuer. It is doubtful that it can be reached through a negotiation process between interested parties. *Vid.*, BRUDNEY, V. "The independent director – Heavenly City or Potemkin Village? 1982. Harvard Law Review. 597.