

OPA obligatoria (optativa) por cambio de control.
Paridad de trato y régimen de transparencia.
(Análisis crítico al decreto 677/01)

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. Introducción.	3
II. Interés social, creación de valor y accionistas de control atrincherados.	4
III. La igualdad de trato entre los proveedores de fondos: pilar del régimen de transparencia.	5
IV. El principio de trato equivalente en la nueva reglamentación de la Unión Europea.	7
V. OPA obligatoria. El régimen del Decreto 677.	7
VI. El tratamiento igualitario de los accionistas para el caso de OPAs.	8
VII. La OPA obligatoria (optativa).	9
VIII. Prima de control, accionistas minoritarios y trato equitativo.	11
IX. ¿Quién es quien?	13
X. OPA obligatoria (estatutaria) como mecanismo anti take-over (el caso “CNV c. G&Z SA”).	14
XI. El trato igualitario y el régimen de OPA obligatoria (estatutaria optativa).	15
XII. Deber de lealtad y diligencia del director: potencial responsabilidad civil.	15

I. Introducción.

En inversiones de capital de riesgo nuestro mercado viene dando prueba de un triste letargo. No deja de llamar la atención la cantidad de sociedades que han optado por “deslistar” sus acciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, tendencia que se inició en tiempos un poco más remotos y que nos alerta de un dato preocupante: recurrir al financiamiento mediante el régimen de oferta pública de acciones, no paga.

Desde esta visión cabe presumir que el ingreso al régimen no justifica el coste de someter el manejo del patrimonio social a normas de gobierno corporativo y de transparencia más estrictas. A contrapelo, la evidencia empírica muestra que en mercados transparentes (e incluso en mercados emergentes con adecuadas normas de transparencia) las compañías cotizadas logran reducir sus costes de financiamiento gracias a que el inversor percibe una reducción del riesgo de expropiación de sus derechos de crédito¹. El coste de oportunidad de la inversión más la percepción de potencial expropiación del derecho de crédito son dos elementos que formarán la tasa de retorno sobre un flujo de fondos futuro².

¹ Vid., KAPPLER & LOVE. “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”. World Bank Policy Research Working Paper. N° 2818. CAHEN & WEL. “Disclosure, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets”. Working paper. Hong Kong. University of Science and Technology. 2003. DORBETZ, SHILLOFER & ZIMMERMANN. “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany” ECGI. Financial Working Paper. N° 13. GOMPERS, ISHII & METRICK. “Corporate Governance and Equity Prices”. Journal of Economics. N° 118. KLEIN, SHAPIRO & YOUNG. “Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value”. Working Paper. The Simon Frazer University Press.

² If insiders can personally profit by engaging in cash-out mergers based on their informational advantage, they have not created efficiencies by engaging in the merger. They have merely transferred wealth from the prior shareholders to themselves. In sum, there is a risk that insiders will take advantage of their positions and propose cash-out mergers to benefit themselves because they control the timing of transactions, can conduct or manipulate corporate affairs in a manner that depresses market prices prior to mergers, and maintain informational advantages over minority

shareholders. As Professor Coffee has recognized, it is extremely important to examine this problem from an ex ante point of view: The more the minority fears transactions structured by the majority, which expropriate their proportionate share in the corporation, the less they will be willing to pay for equity in corporations that are subject to such risks. Thus, at least to the extent that the controlling shareholder expects to raise capital by selling equity, it too will share an interest in an adequate appraisal remedy that deters uncompensated wealth transfers. See COFFEE, JOHN, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 410-11 & n.239 (1996).

Luce paradójico que desde la sanción del Decreto 677/01 sobre “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública de Valores Negociables” la experiencia cosechada por nuestro mercado haya sido la “salida” del régimen, más no el “ingreso”. En efecto, la cantidad de sociedades que han optado por abandonar la Bolsa lanzando ofertas públicas de adquisición y declaraciones unilaterales deja en el paladar un sabor acre con la amarga sensación de que el Decreto calzó como “anillo al dedo”. El ejemplo más fresco es el anuncio de Renault Argentina SA que, luego de absorber pérdidas contables por casi \$1.000.000.000,00 (capitalizando a su valor par aportes irrevocables realizados por sus accionistas controlantes) notificó a la Bolsa de Comercio su decisión de salir del régimen en momentos donde el sector automotriz arroja beneficios operativos (EBITDA) muy prometedores.

Suena paradójico porque el Decreto tuvo otro objetivo: motivar el ingreso de nuevas sociedades al régimen de oferta pública del capital alentando un mayor flujo de inversiones hacia activos de “capital de riesgo”. A pesar de ese esfuerzo, la canasta de productos ofrecidos por nuestro mercado se integra esencialmente por activos de renta fija tales como cuotapartes de FCI, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido avalados, obligaciones negociables, certificados de participación. Salvo algunas manifestaciones genuinas de colocación de nuevo capital, las emisiones de acciones post Decreto fueron sólo un suspiro, pues se destinaron a absorber pérdidas contables (art. 206 de la LSC).

shareholders. As Professor Coffee has recognized, it is extremely important to examine this problem from an ex ante point of view: The more the minority fears transactions structured by the majority, which expropriate their proportionate share in the corporation, the less they will be willing to pay for equity in corporations that are subject to such risks. Thus, at least to the extent that the controlling shareholder expects to raise capital by selling equity, it too will share an interest in an adequate appraisal remedy that deters uncompensated wealth transfers. See COFFEE, JOHN, Jr., *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions While Chilling Inefficient Ones?*, 21 DEL. J. CORP. L. 359, 410-11 & n.239 (1996).

Está claro que el éxodo masivo del capital (*Going Private Transactions*) tuvo su principal causa en el colapso de nuestra economía durante el período (2001-2002). Muchas sociedades listadas en el Merval con accionistas de control extranjeros aprovecharon la “volada” (destrucción de los valores mediante) para adquirir participaciones por muy pocos duros³. El “crack” económico con precios de ganga (!) sumado a procesos de reorganización internacional de grupos y la reestructuración financiera de subsidiarias locales fueron la combinación perfecta para justificar la salida⁴.

Con el propósito de revitalizar nuestra alicaída Bolsa de Valores el Estado Nacional incorporó pautas de transparencia bajo el modelo imperativo institucional entre las cuales se destaca el régimen de OPA obligatoria sustentado en un principio de trato equitativo a los accionistas.

Dentro del marco lógico del Decreto vemos que la incorporación de estándares más severos sobre gobierno corporativo sumado a normas de mayor transparencia tendría como resultado: nuevas colocaciones primarias de acciones (IPO's). Desafortunadamente el mercado mostró otra realidad: (i) las sociedades cotizadas cumplieron sólo formalmente con las exigencias de transparencia impuestas y, (ii) recurrir al ahorro público para financiar la suscripción de nuevo capital no cubre (hoy) el coste de oportunidad de otras opciones de financiamiento⁵.

No ignoramos que estas líneas van dirigidas a un puñado de empresas cotizadas (apenas 100) cuyo valor de capitalización no llega a cubrir una treintava parte de los activos líquidos acumulados

³ Mientras el valor de capitalización de mercado de las sociedades listadas en la BCBA en el ejercicio 1997 era de US\$27.000 (en miles) ese valor de capitalización bursátil se redujo a US\$7.153 (en miles) en el año 2002.

⁴ Basta revisar los prospectos de OPA de Nobleza Picardo SA, Atanor SA, Renault Argentina SA, Tenaris - Siderca SA, Cimba SA, Massalin Particulares SA, Refinerías San Martín del Tabacal SA.

⁵ Banco Macro Bansud SA y Pampa Holding SA son manifestaciones de recientes colocaciones de acciones por suscripción de capital y venta de participaciones. Todavía no hay anuncios de ingreso de sociedades al régimen.

(*Cash and Cash Receivables*) de compañías como *Microsoft* o *Exxon*⁶. Somos concientes de que el valor de las operaciones transadas en nuestro mercado apenas representa el 3% de nuestro PBI y que nuestro mercado de capitales es un grano de mostaza en el escenario mundial.

A pesar de esta patética realidad (que es la expresión más fiel de la decadencia de nuestra economía) queremos compartir algunas reflexiones críticas sobre el régimen de OPA obligatoria (optativa) por cambio de control puesto que, a nuestro entender, el régimen de OPA por toma de control tiene una estrecha relación con la calidad de la transparencia de nuestro mercado de capitales.

II. Interés social, creación de valor y accionistas de control atrincherados.

Tenemos fundadas razones para desconfiar que el régimen de OPA por cambio de control propuesto por el Decreto 677 sea la respuesta adecuada para mercados de valores ilíquidos, concentrados y emergentes como el nuestro.

A pesar de nuestra incredulidad sacamos una conclusión: el régimen de OPA obligatoria del Decreto 677 permite afirmar que la presencia de accionistas de control y directores “atrincherados” aún sigue pagando.

La pregunta que nos debemos formular es si ese “atrincheramiento” promoverá un mercado de acciones profundo, ancho y dinámico alcanzando niveles de transacción y capitalización bursátil a tono con los mercados emergentes más enérgicos recuperando algo de las 600 compañías listadas en la BCBA en la década del 60. Sin duda estos objetivos no se lograrán con sistemas de pseudo transparencia que incentiven al inversor a

⁶ Con esto queremos significar que el CFO de cualquiera de estas compañías podría tomar la siguiente decisión de inversión: adquirir “todo” el capital flotante listado en la BCBA invirtiendo unos pocos “penies” por la insignificancia de los valores comprometidos considerando la magnitud del efectivo disponible de Exxon Mobil Corp, estimada en algo más de US\$30,000,000,000.

descontar una potencial expropiación de la ganancia de capital.

El sistema de transparencia debe ser un vehículo que permita “crear valor” alentando a los dueños de control a financiar capital de riesgo abriendo la propiedad accionaria a terceros (un real y genuino “Value Driver”). Esa creación de valor se materializa por la reducción del coste de capital que el régimen de transparencia y gobierno corporativo genera. Si este objetivo no se logra la conclusión cae “como pera madura”: estamos ante un sistema económicamente ineficiente.

Será objetivo de estas breves reflexiones analizar el principio de trato equitativo de los accionistas y cómo éste juega para el caso de las OPAs. Intentaremos ponderar la racionalidad económica de dicho principio con argumentos a favor y en contra, con especial mención a las recientes regulaciones dictadas por la Unión Europea en esta materia.

Dejaremos para otra oportunidad, analizar si la solución del *Appraisal Remedy* previsto en el artículo 32 del Decreto 677 es la salida eficiente para que los socios externos impugnen el precio equitativo o, el propio sistema (ideado desde el Estado) promoverá el conflicto societario como opción de *Cash Out* más eficiente⁷.

III.

La igualdad de trato entre los proveedores de fondos: pilar del régimen de transparencia.

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 exiguo número de empresas listadas, un exagerado nivel de concentración del capital y un parco volumen de

transacciones⁸. Esta descripción sería argumento suficiente para abandonar este esfuerzo...

El Decreto 677 incorporó profundas modificaciones al régimen societario (de muy discutible constitucionalidad⁹) buscando alinear nuestro mercado de valores con los estándares de transparencia demandados por los inversores institucionales. Las modificaciones introducidas hacen especial hincapié en un mayor control sobre la gestión del patrimonio social, la administración de los flujos de caja y la adopción de mecanismos que permitan minimizar los potenciales conflictos de intereses entre los controlantes de esos flujos (*Insiders*) y los socios externos (*Outsiders*).

Entre los temas más resonantes pueden citarse: el nombramiento de directores (auditores) independientes, la creación del comité de auditoría, los informes sobre contratos con partes relacionadas y por montos relevantes, política de dividendos, remuneración de directores, memoria ampliada, la incorporación del arbitraje como medio de solución extrajudicial de conflictos societarios, inversión de la carga de la prueba en caso de violación al deber de lealtad de los directores, la acción social de responsabilidad pudiendo indemnizarse el daño indirecto a los accionistas, los *Stock Options* como modelo de incentivo para minimizar los riesgos de conflicto de interés y agencia, entre otros muchos aspectos.

Esta batería de normas busca mejorar la calidad de los derechos de crédito y de acceso a la información para los accionistas externos. Recordemos que uno de los problemas principales que presentan las finanzas corporativas es precisamente la asimetría de acceso a información entre los proveedores de fondos y quienes

⁷ El caso “Rodríguez c. Tenaris – Siderca SA” es un ejemplo de ello.

⁸ Podemos mostrar con cierta vergüenza que el Merval supera en términos de cantidad de empresas cotizadas a mercados tales como Bermuda, Budapest y Malta.

⁹ Vid., VAN THIENEN, Pablo Augusto. “La declaración de adquisición en la sociedad anónima bajo control casi total ...”. Rev., ED, 5.03.04. ANAYA, Jaime. “Los límites de la delegación legislativa”. ED, 196-776. CRISTIÁ, José. “El decreto 677/01 excede el límite material de la delegación legislativa establecida en la ley 25.414 al regular algunos aspectos de la ley de la sociedad anónima que hace oferta pública”. Ponencia presentada en el VIII Congreso Argentino de Derecho Societario. “Botbol, José c. Telefónica Internacional SA”. Juzgado de 1º Instancia en lo Comercial n° 26. Marzo 2004.

terminan controlándolos (vrg., accionistas y directores). Así, se declama como misión fundamental del directorio proteger el interés social por encima de cualquier otro interés personal o grupal. No hay duda que esta declamación encaja dentro de la pauta de conducta leal y diligente mencionada en el artículo 59 de la ley 19.550 y que hunde sus raíces en los artículos 512, 901 y 902 del código civil¹⁰.

El Decreto de transparencia se toma el fino trabajo de definir un concepto tan arenoso, controvertido y resbaladizo como es el “interés social”. Lo define como el interés común de todos los accionistas. Si bien esta aproximación conceptual cuenta en nuestro medio con viejo reconocimiento jurisprudencial y doctrinario, el Decreto agrega algo nuevo: el interés común se sintetiza en la moderna noción financiera de “crear valor” para todos los dueños del capital.

Aún cuando sabemos que desde un punto de vista financiero “crear valor” significa que los directores deben invertir los fondos en proyectos que dejen una tasa de retorno superior al coste del capital, no sabemos muy bien cuáles serán las consecuencias jurídicas de no “crear valor”. Sí podemos afirmar que la creación de valor presupone directores honrados, eficientes, profesionales, leales y diligentes que actúen de manera prudente y con conocimiento de las cosas conforme el profesionalismo exigido a quienes ocupan cargos de dirección en sociedades cotizadas. El deber de “crear valor” conforme el *Standard* del buen hombre de negocios del art. 59 exige un mayor grado de diligencia a los directores de sociedades cotizadas¹¹.

¹⁰ Es importante destacar que para el Decreto 677 el interés “grupal” no cuenta con reconocimiento expreso tal como lo consagra el artículo 54 del proyecto de reforma. Es importante señalar que a pesar de no reconocer el interés “grupal” el Decreto admite el régimen de exclusión forzosa de accionistas residuales (*Squeeze out*) bajo el argumento subyacente del interés grupal.

¹¹ El agravamiento del *standard* de diligencia para directores de sociedades que recurren al ahorro público ha sido señalado por la CNCom., sala E *in re*: “*Crear Crédito Argentino SA*”. LL, 2001-E-69. Vale destacar que este agravamiento en la diligencia exigida al administrador societario de entidades bancarias o de sociedades listadas también cuenta con expreso reconocimiento jurisprudencial de los tribunales estadounidenses (*vid.*, “*Campbell v. Watson*”, 62 NJ.

En estas declaraciones de principios se juega la calidad de la transparencia de nuestro mercado de capitales: será carga del administrador societario velar <escrupulosamente> por los intereses de todos los propietarios del patrimonio, y no, por los intereses de un grupo. Y decimos más, será deber del síndico a través de la comisión fiscalizadora vigilar “escrupulosamente” que el director cumpla con ese mandamiento (art. 294.9 LSC).

Parece entonces que aumentar el *Standard* de diligencia de los *Insiders* debería funcionar como incentivo para la inversión protegiendo a quienes tienen legítimos derechos a los flujos de caja. En este esquema de transparencia la lealtad y diligencia del director juega un rol vital: reducir el coste del capital.

¿Cuál es el grado de transparencia de nuestro mercado?

Quizás un dato útil para mensurar la calidad y profundidad de la transparencia de nuestro mercado de valores sea el régimen de OPA obligatoria diseñado por el Decreto 677. Este régimen de OPA luce ciertamente extraño, pues iría a contramano de los modelos imperantes en otros mercados de capitales similares al nuestro (especialmente mercados de algunos países miembros de la UE). En éstos, el régimen de OPA por cambio de control se presenta como modelo imperativo (institucional); y no, como modelo voluntario (contractual), tal como lo propone nuestro Decreto.

Hay un dato mucho más interesante y que salta a la vista. Mientras nosotros optamos por un régimen de OPA (contractual) y gobierno corporativo (institucional), otros mercados más serios, transparentes y desarrollados optan por el camino inverso: modelo de OPA (institucional) y gobierno corporativo (contractual)¹². ¿Porqué?

Eq. 396, 50 A. 120. Ch. 1901). y en normas de derecho positivo: *The Securities Act 1933*, *The Model Business Corporation Act*, y recientemente la *Sarbanes – Oxley Act*. Pueden consultarse *The American Bar Association. Corporate Director’s Guidebook*. 33. Bus.Law. 1978.

¹² A través de los Códigos de Buenas Prácticas Corporativas (modelo inglés, español, alemán, francés, belga, holandés)

No puede pasar inadvertido que el modelo de OPA (institucional) se presenta en aquellos mercados accionarios con un alto nivel de concentración del voto, donde el accionista minoritario juega un papel "residual". Este modelo imperativo ofrece al socio residual la *Chance* de participar del precio de control. Este modelo busca equilibrar intereses de los propietarios de control y directores con los intereses de los *Outsiders*. Detrás de este sistema subyace una idea: "trato igualitario y equitativo" en igualdad de condiciones y oportunidades.

A continuación aludiremos a la situación del derecho de la Unión Europea para contrastarla con la nuestra.

IV. El principio de trato equivalente en la nueva reglamentación europea.

Recientemente ha sido dictada la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea del 21 de abril de 2004 relativa a Ofertas Públicas de Adquisición, dicha norma prevé como principio general (Artículo 3) que "*...todos los títulos valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá proteger a los demás titulares de valores; (...) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta; ...*"¹³.

¹³ La norma mencionada tiene por objeto establecer las directrices mínimas para el régimen de las OPAs de sociedades reguladas por el Derecho de los Estados miembros de la UE y cuando algunos o el conjunto de sus valores pertenecen al mercado regulado. Tiene por objeto, asimismo, proporcionar un nivel de protección adecuado a los titulares de valores en la Comunidad, estableciendo un marco de principios comunes y exigencias generales que los Estados miembros deben aplicar a través de normas más detalladas, de conformidad con sus sistemas nacionales y sus contextos culturales. Los Estados miembros habrán de transponer esta Directiva a más tardar dos años después de su entrada en vigor.

¹³ La norma establece la posibilidad de que los Estados miembros autoricen a las autoridades supervisoras a modificar el precio equitativo siempre y cuando se respeten

En orden a implementar eficazmente tal principio, la norma incluye un régimen de oferta obligatoria, comúnmente conocido como "*Mandatory Bid Rule*" -MBR- (Artículo 5). En razón del mismo se obliga a quien pretenda efectuar una adquisición de control realizar una oferta a todos los titulares de valores, por la totalidad de los mismos y a un precio equitativo¹⁴.

El precio equitativo se considera tal al precio más elevado que haya pagado por los mismos valores el oferente durante un período que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta en cuestión¹⁵. Si el oferente comprare valores a un precio superior al de la oferta después de que la misma se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar, como mínimo, el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esa forma (Artículo 4).

Hemos traído este ejemplo porque creemos que es el modelo que se ajusta más a nuestro perfil de mercado: alta concentración y estructura piramidal.

Siguiendo estas pautas de OPA imperativa nos cuestionamos: ¿cómo funciona el régimen de OPA obligatoria en nuestro mercado?

V. OPA obligatoria. El régimen del Decreto 677.

El trato equitativo entre todos los accionistas - en igualdad de condiciones - es, sin duda, la piedra angular de un sistema sensato y creíble de buen gobierno corporativo y transparente. Así fue consagrado por la reglamentación europea por medio del MBR dejando claro que el objetivo ha sido proteger a cada socio ante la potencial

los principios generales de la norma, en circunstancias y con criterios claramente determinados. Esta decisión deberá justificarse y hacerse pública.

¹⁴ Hasta aquí muy parecido a los artículos 22 y 23 del Decreto 677/01

¹⁵ También parecido al artículo 23 del Decreto 677/01

expropiación por parte de los adquirentes de control¹⁶.

Siguiendo estas pautas de transparencia observamos en el Decreto 677 una profunda grieta. Nos explicamos:

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 para la toma de control será únicamente imperativa si así lo desea la sociedad objeto. En este caso nuestro mercado ofrece un régimen de OPA mixto en una especie de “imperativismo voluntario” donde la OPA será imperativa (salvo cláusula en contrario). O sea, termina siendo contractual.

Si una sociedad cotizada desea rescatar sus acciones; retirarse del régimen de oferta pública, o estuviere bajo un supuesto de control casi total, el régimen de OPA se impone sin rodeos. Ahora bien cuando estamos en presencia de un cambio del control la OPA imperativa cambia de rumbo tornándose en letra muerta a instancia de la propia sociedad emisora. Esta suerte de OPA obligatoria (salvo cláusula en contrato) contradice el principio de trato equitativo e igualitario. ¿Cuál es el racional de este régimen?

Una respuesta posible podría encontrarse en el perfil exageradamente concentrado de nuestro mercado. Si ésta fuera la única respuesta posible no entendemos porqué forzar la OPA para el supuesto de salida del régimen si el objetivo final es, precisamente, concentrar el control societario en una sola mano. No se entiende el racional económico de permitir al *Outsider* participar del precio equitativo cuando se concentra el control;

¹⁶ Vid. BURKART, M. & PANUNZI, F., “Mandatory bids, squeeze out, sell out and the dynamics of the tender offer process”, European Corporate Governance Institute, Law working paper n° 10/2003.

excluyéndolo de esa participación cuando se produce un cambio de ese control. ¿Acaso habría dos tipos de precios equitativos?

Aún cuando en el supuesto de salida del régimen el socio externo podría retener sus acciones (situación que restaría liquidez por ausencia de mercado secundario), no se comprende la razón de semejante disparidad de trato respecto del cambio de control que también puede llevar, a la corta o a la larga, a la salida del régimen (*Two Steps Cash Out Merger*)¹⁷.

Observamos en la OPA obligatoria (optativa) un posible desquicio al trato equitativo y una eventual lesión al interés social, entendido éste como el interés común de todos los socios (*Insiders y Outsiders*). Sobre esto volveremos más adelante.

VI. El tratamiento igualitario de los accionistas para el caso de OPAs.

Desde una visión de exequitativo trato equitativo el socio externo no es un residuo, sino un proveedor de fondos con derecho a participar de las ganancias en proporción a su participación en el capital social y en igualdad de condiciones; salvo, pacto en contrario en los estatutos sociales o en las condiciones de emisión (doctrina de los artículos 1º, 11.7, 216 y 250 LSC)¹⁸.

Si comprendemos esto no podemos dejar de sentir que el socio externo también tiene derecho a participar (de una manera equitativa e igualitaria en igualdad de condiciones) en las ganancias de capital por el mayor valor de cotización de las acciones. Su aporte de fondos es un eslabón muy importante en el proceso de creación de valor contribuyendo a construir la prima de control. Esta trama especulativa donde el socio externo le confía fondos financieros a los *Insiders*, permite a la sociedad hacerse de recursos a un coste tal que, invertidos en activos que produzcan una rentabilidad mayor a ese coste, generarán

¹⁷ Ejemplos sobre *Two Steps Cash Out Merger* en nuestro mercado: Establecimientos Modelo Terrabussi SA, Llauro SA, Compañía Química SA, entre otras.

¹⁸ La sola referencia en el Decreto 677 a “participaciones residuales” nos da la idea de cuál es la concepción que nuestro legislador tiene del socio externo: el más absoluto desprecio !

ganancias susceptibles de ser reinvertidas (art. 70 de la LSC) o potencialmente distribuidas como dividendos (arts.68, 189 y 224).

Semejante contribución al proceso de creación de valor merece un trato algo más generoso, transparente y equitativo donde el inversor especulativo pueda hacer la diferencia en condiciones similares al controlante. Si esta *Chance* de participar de la ganancia de capital no se presenta ¿porqué comprar acciones?, ¿cuál será la tasa de retorno razonable para medir el valor actual de una inversión con riesgo de expropiación?

En mercados ilíquidos y fuertemente concentrados el régimen de OPA obligatoria por cambio de control tiene por objetivo generar eficiencias económicas operando como medio de protección contra eventuales maniobras abusivas. Éste sería el modelo estatal intervencionista de OPA obligatoria (institucional).

En mercados atomizados con alta liquidez (el ejemplo más digno de mención es el de EEUU) el modelo de OPA obligatoria (institucional) no cuaja porque la propia atomización del capital impone al potencial adquirente de control lanzar una oferta pública de compra si quiere no ver frustrada la toma de control sobre los flujos de caja. Éste sería el modelo de OPA voluntaria. Sin embargo, a poco que transitamos por este modelo nos damos cuenta que termina siendo, al final de cuentas, un modelo de OPA obligatoria ... de mercado.

O sea en ambos modelos la OPA por cambio de control se impone sin importar la magnitud del paquete controlante. En un caso lo manda la ley (el Estado) y en el otro lo mandan las partes (el mercado). Se aprecia entonces que el molde de regulación eficiente depende de lo que diga el "mercado": alta atomización - baja intervención del estado / baja atomización - alta intervención del estado¹⁹.

¹⁹ Vale la pena señalar que dentro de los modelos de fuerte concentración del capital se encuentra el sistema alemán que optó por el modelo voluntario para la toma de control. Esto quiere decir que existiendo un mercado concentrado de acciones el modelo de OPA voluntario también podría funcionar.

El sistema de OPA voluntaria es en definitiva el modelo argentino previo al Decreto 677. La diferencia ahora, es que las sociedades cotizadas han ejercido una opción expresa: repeler el régimen de OPA obligatoria (en su mayoría). Por lo tanto, para éstas estamos pisando la misma baldosa. Si sabíamos de antemano que la reacción del mercado iba en esa dirección ¿cuál fue la razón de la opción?

VII. La OPA obligatoria (optativa).

La OPA no será obligatoria 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 este juego de palabras?

Que la imperatividad sólo surtirá efecto respecto de aquellas sociedades cotizadas que hayan "adherido" al régimen por omisión. Vale decir que el sistema se impone por adhesión tácita; salvo cláusula expresa de NO adhesión.

Bajo esta fórmula los accionistas de control, directores y managers pueden enajenar el paquete de control evitándole al adquirente lanzar una OPA. De esta forma logramos blindar los intereses particulares de los dueños del *Cash Flow*.

Dentro de la estrategia de compra nada impedirá al adquirente lanzar una OPA si desea comprar una participación en exceso de la participación significativa. O sea la OPA voluntaria operaría luego (más no simultáneamente) con la compra del paquete de control. Decimos que es voluntaria porque la OPA obligatoria ha quedado excluida en este caso. La compra del capital en tramos o cuotas se fundará en razones económicas, de oportunidad y especulativas en interés de los Insiders y del comprador²⁰.

²⁰ Estudios han demostrado que las acciones de control pueden llegar a tener una "prima" superior al 30% del valor de mercado. Esta diferencia entre "prima" y valor de mercado tiene lógica desde el punto de vista de que la acción cotizada es valuada por el mercado como fracción minoritaria; o sea que estas acciones padecen lo que se llama: "*The Minority Discount*". La diferencia de valores entre "prima de control"

Si el adquirente deseara obtener el control total de la compañía (más del 95% del capital social) aquel 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 (régimen de exclusión forzoso²¹); salvo que deba lanzar una OPA intimado por un socio minoritario. Tanto la Declaración de Adquisición como la OPA implicarán el retiro del régimen de oferta pública en cuyo caso operará el sistema de OPA obligatoria por salida del régimen.

En mercados como el nuestro donde las acciones de control están en manos de un puñado de personas fácilmente identificables, donde el *Management* y los miembros integrantes del comité de auditoría suele estar en manos de los accionistas controlantes, y donde las acciones suelen ser activos financieros de muy baja liquidez, el sistema de OPA obligatoria (optativo) permite negociar la transferencia del paquete de control de una manera privada y hermética excluyendo a los accionistas minoritarios de la toma de ganancia que incluye la prima de control: se excluye al socio externo del precio equitativo (*Fair Price*)²².

La participación del inversor minoritario en la prima de control ha sido el racional económico del sistema de OPA imperativo a nivel mundial.

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 desdibujado el sistema de OPA como mecanismo equitativo de toma de ganancias.

Percibimos en este régimen cierto incentivo para realizar maniobras especulativas en desmedro del interés social (interés de todos los socios). En este esquema de compra de control no

y "valor de mercado" sería la punta del ovillo para comprender el racional de nuestro sistema.

²¹ *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo Augusto. "La declaración de adquisición en la sociedad anónima cotizada bajo control casi total: la expropiación de acciones y la expulsión forzosa del accionista minoritario (breves reflexiones a raíz del caso Tenaris)" Rev., ED, 5 de marzo de 2004.

²² El precio equitativo se encuentra definido en el artículo 32 del Decreto.

podemos pecar de ingenuos: las acciones se negociarán por un precio equitativo y, luego de un plazo razonable (quizás mayor a seis meses o a un año) el adquirente de control especulará con el precio de cotización lanzando una OPA voluntaria cuando aquella alcance un precio aceptable para él; vale decir, un precio inferior al pagado por el paquete de control²³. Bajo este mecanismo de compras parciales el socio minoritario se ve privado de participar de la prima de control^{24,25}.

Resulta muy ilustrativo lo expresado por la Cámara de Apelaciones del Distrito de Illinois *in re "Gustav Beerly vs. Department of Treasury"*: *When a stock is thinly traded, so that its market value is not a reliable index of its true value, controlling shareholders may be tempted at a time when the market valuation is unreasonably low to force minority shareholders to give up their shares in exchange for the market value of the shares, which by hypothesis is less than their true value"*

Aún cuando pueda argumentarse que el socio externo cuenta con un mercado secundario para liquidar su posición frente al anuncio de una potencial venta del control; el mercado pagará por las acciones un precio equitativo que descontará la prima de control (hemos visto que entre valor de mercado y precio de control puede haber una diferencia superior al 30%). Vale decir que la "creación de valor" escora para el lado de los *Insiders*.

²³ Tengamos presente que el precio de compra del paquete de control podría superar el valor de cotización. 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.

²⁴ Ejemplos de cómo reacciona el mercado con estas expectativas lo hemos palpado recientemente en los casos Banco Hipotecario SA frente al anuncio de la potencial compra de la BNL y el caso Alpargatas SA frente al anuncio "periodístico" de la potencial compra por el grupo Camargo Correa.

²⁵ Aquí tiene vital importancia las Normas sobre transparencia y de responsabilidad por *Insde Information* puesto que el régimen de OPA obligatoria (optativa) convierte la venta del paquete de control en una transacción privada donde cierta información privilegiada puede escaparse generando beneficios financieros especulativos para quienes ocupan posiciones de privilegio, que el sistema de OPA obligatoria tiende a minimizar por la mayor transparencia que este sistema impone a los operadores del mercado, *managers* y accionistas.

Bajo este régimen se contradicen principios básicos y elementales sobre los cuales se construyó el sistema de OPA obligatoria 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 accionistas²⁶.

Claro está que todo lo expuesto hasta aquí supone una consideración básica preliminar: la existencia y participación en la prima de control. En este punto es importante explicar la racionalidad económica que anida en dicho concepto y cómo éste se engarza en el principio de trato equitativo.

VIII. Prima de control, accionistas minoritarios y trato equitativo.

Objetivo fundamental de la regulación de la compra del control accionario ha sido el trato equitativo entre los accionistas y ello se traduce, en la posibilidad de que todos los accionistas tengan la oportunidad de compartir la prima de control. Los países (la mayoría por cierto) que han aceptado el MBR participan de la idea de que el control de la empresa implica, en sí mismo, un valor y la prima asociada al mismo debería ser compartida por “todos” los accionistas²⁷. De esta manera, se le brinda al accionista minoritario la posibilidad de vender sus participaciones en las mismas condiciones que la mayoría controlante.

Desde luego, semejante solución ha sido objeto de críticas alegando que existen suficientes medios para que la minoría resulte protegida (vgr., la diversificación de sus inversiones) e

²⁶ 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

²⁷ Aún antes de la reciente directiva europea en materia de OPA la mayoría de los países aceptaron el MBR. Un desarrollo pormenorizado al respecto puede verse en: SKOG, R., “Does Sweden need a mandatory bid rule?”, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997,

incluso se ha señalado que atento a la ingerencia de accionistas institucionales y correlativo decaimiento de inversores individuales en calidad de minoritarios, aquella regla debiera ser revisada²⁸. También se alega que el MBR torna excesivamente costosas las adquisiciones de control y consecuentemente las desalienta²⁹. Ciertamente esta última afirmación es algo simplista y cabe preguntarse: ¿porqué motivo no se ha visto afectada la eficiencia de este tipo operaciones en mercados que han consagrado el referido principio?

Más allá de estas apreciaciones suelen formularse objeciones de neto corte conceptual acerca de la vigencia del MBR. Se ha sostenido que si se considera al control corporativo (y consecuentemente a la prima de control) como un activo de la sociedad los accionistas carecerían del derecho a reclamarlo en su beneficio y por otra parte si el control corporativo fuera considerado como un activo de los accionistas lo sería del accionista de control y no de los minoritarios³⁰.

Como en todos los ámbitos de las ciencias no exactas (más allá de las elucubraciones teóricas que puedan tejerse, con mayor o menor creatividad) lo relevante son las evidencias empíricas en torno del funcionamiento de determinados principios o figuras puntuales y en tal sentido, tal como se ha expuesto desde el inicio de este trabajo, las investigaciones acreditan la importancia del MBR³¹.

Las críticas no han alcanzado para hacer mella en las tendencias actuales de las modernas legislaciones como lo demuestra la normativa de la Unión Europea. Y ello no es caprichoso por cuanto el objetivo central no es otro que la

²⁸ Vid. MANNOLINI, J., “The reform of take-overs law – Beyond simplification”, 14 *Company and Securities L. J.*, 71.

²⁹ Vid. HUTSON, E., “Regulation of corporate control in Australia: A historical perspective”, 7 *Canterbury L. Rev.* 97.

³⁰ Cfr. MANNOLINI, op. cit.

³¹ Tal como señala la doctrina especializada en torno a los efectos del MBR “... it may or may not be good for minority protection: the rule increases the compensation to minority shareholders in case of a successful takeover, but it decreases the likelihood of a takeover. Which effect dominates is ultimately an empirical issue.” Vid. BERGLÖF, E & BURKART, M., “European takeover regulation”.

“transparencia” del mercado asegurando la protección de los accionistas minoritarios, tal como surge de los considerandos de la Directiva 2004/25/CE³².

Es obvio que en un contexto de adquisición de control que genere e incremente valor no tendríamos de que preocuparnos; sin embargo, una adquisición de control puede estar motivada en el propio y exclusivo interés de los *managers* más que en la creación de valor y en tal sentido es que existe una racionalidad económica muy sencilla en el MBR: anticipando la posibilidad de participar de una prima de control, un inversor racional se predispone a pagar mejor las acciones o incluso por invertir en ellas³³.

En síntesis, la protección de los accionistas minoritarios presenta, conforme los estudios pertinentes efectuados en la materia, beneficios concretos: (i) reduce el costo del capital; (ii) incrementa el atractivo para que las compañías ingresen al mercado y en definitiva, (iii) fortalece la actividad empresarial³⁴. Son ellos los que

³² Y no sólo en los mercados del “primer mundo”, precisamente, estas ponderaciones se tornan esenciales para los países emergentes, en vías de desarrollo (o sencillamente subdesarrollados) como el nuestro. Muchos gobiernos finalmente están reconociendo que deben actuar para prevenir aquello que los académicos perciben como el principal problema en relación con corporate governance en los mercados emergentes: la posibilidad para los controlantes de expropiar los beneficios de los minoritarios. Esta fue, precisamente, la conclusión a la que arribaron expertos del Banco Mundial en el informe: “*Investor Protections: Origins, Consequences, Reforms.*”

³³ Cfr. De hecho, recientes investigaciones dan cuenta que el valor y extensión del mercado de capitales es directamente proporcional a la calidad de la protección legal de los inversores. Vid. SCHLEIFER, A.; LOPEZ DE SILANES, F.; LA PORTA, R., “*Investor protection and corporate governance*”, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

³⁴ Cfr. BURKART, M. & PANUNZI, F., op. cit. Ciertamente, hay autores que ponen en tela de juicio el verdadero alcance de tales argumentos y cuestionan la veracidad de los mismos. En tal sentido ver: ENRIQUES, L., “*The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization As Rent-Seeking?*”, *REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE*, G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter and E. Wymeersch, OUP Oxford.

justifican el principio de MBR en el ámbito del derecho comparado.

Ahora bien, una vez efectuado el análisis de la racionalidad económica que involucra al MBR en el ámbito de la teoría económica y financiera como asimismo la actualidad normativa en la materia, cabe regresar al tratamiento brindado por nuestro Decreto 677.

IX. ¿Quién es quien?

La OPA obligatoria se convierte en el régimen de excepción. Así lo indica la abrumadora cantidad de sociedades listadas que han no adherido al régimen.

Surge por lo tanto la necesidad de entender las razones que llevaron a un grupo mayoritario de sociedades a no adherir. Una conclusión preliminar podría ser la siguiente: (i) las sociedades adherentes valoran el tratamiento igualitario y equitativo entre todos los proveedores de fondos, (ii) la adhesión al régimen cubre a los *Insiders* de potenciales compras agresivas puesto que al imponer la OPA se reduciría el número de interesados en adquirir acciones aumentando el coste de adquisición, (iii) las sociedades que no han adherido mantienen a los accionistas de control blindados favoreciendo la compra del paquete de control al evitarle al potencial adquirente formular una OPA.

¿Tendrán los inversores, agentes e intermediarios la habilidad y capacidad para discriminar entre adherentes y no adherentes?, ¿pagará el mercado una prima por las acciones de aquellas compañías que adhirieron al régimen dando un claro mensaje de transparencia y de trato equitativo?

Es de sospechar que el régimen de OPA obligatoria (optativo) es un mecanismo de blindaje que tiende a proteger el interés particular de los *Insiders* privando a los *Outsiders* de participar de la creación de valor. Entendido así el problema creemos que el sistema de adhesión voluntaria al régimen de OPA debería servirnos para conocer *Who is Who* en este mercado.

X.

OPA obligatoria (estatutaria) como mecanismo anti take-over (el caso “CNV c. Garovaglio & Zorraquín SA”).

Traer aquí el caso “CNV c. Garovaglio & Zorraquín SA” resulta muy ilustrativo.

En este expediente la CNV negó a la sociedad cotizada incorporar a sus estatutos sociales una cláusula de OPA obligatoria para la toma de control. El organismo entendió que dicha cláusula violaba derechos adquiridos de los socios externos y que para incorporarla en los estatutos era necesario el voto “unánime” del capital social emitido (!!). La sala B de la CNCom., entendió que no se trataba de un supuesto de derechos adquiridos sino de meros derechos en expectativa pudiendo estos derechos modificarse por mayoría de votos. El Tribunal revocó la resolución administrativa. ¿Cuáles fueron los hechos?

Luego de la fusión por absorción entre Garovaglio & Zorraquín SA (sociedad absorbente) e Ipako SA (sociedad absorbida) los accionistas de control de la primera quedaron fuertemente diluidos pasando a controlar el 32% del capital social y votos de aquella. La pérdida de control provocada por la reorganización societaria de la absorbente forzó incluir en los estatutos una cláusula anti *Take - Over*. Dicha cláusula imponía lanzar una OPA a quien tuviese o pretendiere adquirir más del 20% del capital social y votos de la sociedad. O sea cualquiera que intentare adquirir una fracción del capital social y votos superior al 20% (o tuviere una participación de esa magnitud) estaba obligado a lanzar una oferta pública de compra a todos los accionistas de Garovaglio & Zorraquín SA. La cuestionada cláusula preveía una pena: la suspensión de los derechos políticos de las acciones en exceso del 20% hasta tanto la OPA fuera lanzada al mercado.

Por expresa previsión contractual la OPA se tornaba obligatoria (similar fórmula supieron tener los estatutos de YPF SA). De manera tal que en este caso nos encontramos frente a un modelo de OPA obligatoria contractual. Es la sociedad objeto la que en este caso definió cuánto debía ser una “participación significativa”. Como no podía ser de otra manera Garovaglio & Zorraquín SA

adhirió al régimen de OPA obligatoria (por omisión) engrosando la nómina de empresas cotizadas que decidieron no vulnerar el principio de trato equitativo.

En este ejemplo la OPA estatutaria mataba dos pájaros de un tiro: (i) operaba como cláusula *Anti Take-over* y, (ii) respetaba el trato equitativo e igualitario accediendo los *Outsiders* al precio de venta del control.

Si bien la cláusula diseñada podría asimilarse a una *Golden Parachute* en beneficio de los directores y accionistas de control (y así lo interpretó oportunamente la CNV) lo cierto es que detrás de esa cláusula estatutaria subyace también un trato equitativo.

Aún cuando el tema debatido en este expediente fue si la cláusula estatutaria lesionaba derechos adquiridos o sólo derechos en expectativa; lo cierto es que la CNV olvidó que el sistema de OPA obligatoria (no importa si es contractual o institucional) busca respetar el principio de trato igualitario entre todos los dueños del capital. Llama la atención que el órgano estatal encargado de velar por la transparencia de la oferta pública haya interpretado mal la cláusula de OPA obligatoria; aún cuando todos sabemos que semejante dispositivo contractual beneficiaría, incluso, a los socios minoritarios de una sociedad cerrada³⁵.

Si la cláusula *Anti Take-over* hubiera sido percibida como un dato negativo es razonable inferir que el precio de cotización de la acción se desplome como consecuencia de la masiva venta de la especie. No tenemos noticias de que eso haya sucedido. Por consiguiente, el mercado no se equivocó.

La fórmula de OPA diseñada en este caso buscó proteger intereses bien concretos: a los socios de control evitarles una compra hostil y a los directores evitarles perder su empleo. Ahora bien, este fin (egoísta) no debe hacernos perder de vista que termina beneficiando directamente a los propios accionistas minoritarios pues se les brinda la posibilidad de salir de la sociedad participando de la prima de control. Entendido así el juego de

³⁵ Más de un heredero de sociedades familiares estarían a gusto con una cláusula de venta de control semejante a la de G&Z.

intereses se termina protegiendo el interés de todos: en definitiva el “interés social”.

Una sociedad con alto grado de capital flotante y disperso (aprox. 68%) optó por mantener en sus estatutos sociales el régimen de OPA obligatoria. Ahora bien, empresas cotizadas con similar atomización del capital optaron por el camino opuesto incorporando a sus estatutos la cláusula de “no adhesión”.

¿Qué valoramos: la *Chance* de vender el control sin tropiezos en beneficio exclusivo de los controlantes, o vender el control con posibilidad de que todos los accionistas participen del precio equitativo; pero con el tropiezo de que los socios controlantes pierdan la *Chance* de vender?

XI.

El trato igualitario y el régimen de OPA obligatoria (estatutaria optativa).

La OPA imperativa como técnica de reparto de la prima de control ha merecido fundadas críticas de alguna doctrina. Dichas críticas centran su atención en que el principio de igualdad de trato es el de “igualdad entre los iguales” y que esta mentada igualdad sólo atiende a la relación jurídica (sociedad – accionista).

Desde este razonamiento se concluye que la venta del paquete de control es *res inter alios* donde el socio externo nada tiene que hacer con este negocio. La venta del paquete de control en nada perjudica el patrimonio social y menos los derechos creditorios y patrimoniales de los socios externos. Compartimos preliminarmente estas conclusiones. Sin embargo, analizado el tema desde el coste de oportunidad que tiene un inversor en acciones parece que el régimen de OPA busca reducir alguna brecha en la percepción de posible expropiación de expectativas. Veamos:

Nuestro derecho societario consagra el principio de trato igualitario en el artículo 207; y más adelante en los artículos 216, 217 y 250. La ley de sociedades reconoce el principio de igualdad de trato “entre iguales” pudiendo la sociedad y el accionista alterar esta paridad mediante pacto

expreso en las condiciones de emisión y contrato de suscripción a cuyo efecto la sociedad deberá emitir diferentes clases de acciones. Esta desigualdad de trato se plasmará en los diferentes derechos políticos y económicos, en opciones de rescate, elección de directores, opciones de conversión, entre otros derechos políticos y económicos. O sea para nuestra ley de sociedades la igualdad de trato no es más que relativa puesto que nuestra Carta Magna no reconoce derechos absolutos.

Ahora bien, en el caso puntual del régimen de OPA obligatoria la paridad de trato estaría formulada desde otro ángulo: la oportunidad que se le brinda al socio externo de compartir la prima de control; oportunidad que no perdería (o que intentaría no perder) si aquel suscribiera acciones de una sociedad cerrada pactando con los *Insiders* cláusulas de cobertura de su inversión como “*Call Option*”, “*Put Option*”, “*Tag Along*”, “*Bring Along*”, “*Drag Along*”, “*Piggy-back Rights*” y otras.

Con estos mecanismos contractuales el *Outsider* se asegura la liquidez de su inversión (generando un mercado secundario en cabeza de los *Insiders* o terceros adquirentes. De esta forma el inversor busca asegurar su participación en la prima de control. El inversor podría incluso negociar una participación en el *Management*, directorio, comisión fiscalizadora o consejo de vigilancia como forma de vigilar el manejo de los *Cash Flows*, pudiendo designar auditores externos, contadores certificantes, sugerir y participar de la toma de decisiones sobre la política de dividendos, fijar ratios de endeudamiento y solvencia; entre otras cláusulas de cobertura de riesgos. Este inversor se va transmutando en *Insider* logrando así equilibrar las asimetrías de información propias del mercado de capitales.

Como se expresó párrafos arriba el régimen de OPA obligatoria (institucional) viene a suplir ese vacío contractual dándole al socio externo la posibilidad de participar del precio equitativo ante la ausencia de control de información.

No compartimos la tesis que pretende ver en la prima de control un “*Corporate Asset*”. Semejante visión implica convertir en activo social un bien que pertenece a los dueños del patrimonio y del capital. Ahora bien: ¿pertenece sólo a los dueños

del control o puede ser compartida por todos los accionistas?

El mayor valor pagado por las acciones de control no sólo contempla el valor actual neto de los derechos creditorios que otorgan esas acciones sobre los futuros *Cash Flows* de la sociedad; sino además, la compra del control de la voluntad social (los votos). Estos tangibles serían propiedad exclusiva de los accionistas controlantes razón por la cual obligar al potencial comprador a tener que adquirir una mayor participación en el capital social lanzando una OPA a los socios externos implica imponerle una condición que termina distorsionando precios, pues el comprador no pagará por el control de esos *Cash Flows* una cifra mayor al valor actual neto permitido por su inversión total (precio de compra). En consecuencia, el régimen de OPA obligatoria terminaría socializando el precio de control entre todos los destinatarios de la oferta de compra.

Entendido esto la pregunta a formularse es ¿a quién se perjudica con el régimen de OPA obligatoria? La respuesta es simple: a los socios de control porque pueden ver frustrada la posibilidad de una venta exitosa y porque pueden ver reducido el precio por acción al distribuirse la prima entre todos los accionistas destinatarios de la OPA. Si esta percepción es la correcta parece razonable que el régimen de OPA se imponga de manera normativa como mecanismo de distribución del precio equitativo y como compensación a los flujos invertidos destinados a generar valor.

Analizado este problema desde la perspectiva del interés del accionista de control parece que la OPA obligatoria (imperativa) no cae muy simpática pues obliga a perder o compartir ganancias.

Esa sensación podría ser cierta, en un principio.

A medida que uno analiza las bondades del régimen de OPA obligatoria advierte que si ésta se considera un real "*Value Driver*" que permite incrementar riqueza para todos los dueños del capital, los propietarios del control deberían tomar razón de que la OPA obligatoria - al final del día- paga ciento uno por ciento.

XI.

Deber de lealtad y diligencia del director: potencial responsabilidad civil.

El sistema anterior al Decreto era voluntario: el comprador de control tenía la opción de lanzar una OPA dependiendo de su estrategia de compra. En el régimen actual la historia no ha cambiado mucho. El sistema se repite, pero con una variante importante y sutil: las sociedades cotizadas han decidido repeler el régimen de OPA obligatoria. Por lo tanto, respecto de las sociedades no adherentes la imperatividad de la OPA quedó en letra muerta.

El ejercicio de esa opción (entendida como acto jurídico con los alcances del art. 944 del c. civil) podría traer aparejada consecuencias no deseadas para los administradores societarios frente al régimen de transparencia en la oferta pública de valores negociables. Vemos:

"Que los deberes de lealtad y diligencia que deben tener los participantes en el mercado son de especial tratamiento en el Decreto reafirmandose como principio rector de la actuación de los administradores de los emisores, el interés social, precisado expresamente como el interés común de todos los accionistas, lo cual incluye, en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la noción que en otros derechos y en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de creación de valor para los accionistas". Así reza expresamente el Decreto de Transparencia.

"Que se ha optado por la instauración de un mecanismo de ofertas públicas obligatorias, con carácter previo y en forma parcial o total, según se determine oportunamente, a fin de privilegiar la transparencia en el mercado de control empresarial, que asegura un ambiente competitivo para este mercado de control y que, al mismo tiempo, intenta minimizar los costos que este tipo de regulación puede crear al oferente o adquirente del control". Así reza expresamente el Decreto de Transparencia.

"En el ejercicio de sus funciones las personas que a continuación se indican deberán observar una conducta leal y diligente. En especial los directores, administradores y fiscalizadores de las emisoras, estos últimos en las materias de su competencia, deberán: (i)

Hacer prevalecer, sin excepción, el interés social de la emisora en que ejercen su función y el interés común de todos sus socios por sobre cualquier otro interés, incluso el interés del o de los controlantes, (ii) abstenerse de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la emisora que no sea la propia retribución de su función, (iii) organizar e implementar sistemas y mecanismos preventivos de protección del interés social, de modo de reducir el riesgo de conflicto de intereses permanentes u ocasionales en su relación personal con la emisora o en la relación de otras personas vinculadas con la emisora respecto de ésta. Este deber se refiere en particular: a actividades en competencia con la emisora, a la utilización o afectación de activos sociales, a la determinación de remuneraciones o a propuestas para las mismas, a la utilización de información no pública, al aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros y, en general, a toda situación que genere, o pueda generar conflicto de intereses que afecten a la emisora". Así reza expresamente el Decreto de Transparencia.

"La OPA debe sujetarse a las siguientes condiciones: (i) el precio ofrecido deberá ser un precio equitativo, pudiéndose ponderar para tal determinación, entre otros criterios aceptables, los que se indican a continuación: a) valor patrimonial de las acciones, considerándose a ese fin un balance especial, b) valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables, c) valor de liquidación de la sociedad, d) valor de cotización media durante el semestre inmediatamente anterior, e) precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto que se hubiese formulado alguna OPA respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año. Estos criterios se tomarán en cuenta en forma conjunta o separada y con justificación de su respectiva relevancia al momento en que se formule la oferta y en forma debidamente fundada en el prospecto de la oferta, debiendo en todos los casos contarse con la opinión de los órganos de administración y de fiscalización y del comité de auditoría de la entidad. En todos los casos el precio a ser ofrecido no podrá ser inferior al que resulte del criterio indicado en el apartado IV precedente". Así reza expresamente el Decreto de Transparencia.

"Las personas mencionadas en el artículo 7º del presente Decreto no podrán valerse de la información reservada allí referida a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables o de cualquier

otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública". Así reza expresamente el Decreto de Transparencia.

Nos preguntamos: ¿la negociación de la venta de control fuera del ámbito del régimen de OPA no implica valerse de información reservada a fin de obtener para sí o para terceros ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de compra o venta de valores negociables?

Nos preguntamos: ¿cuál será el precio equitativo que se le ofrecerá a los socios externos luego de la venta del control?, ¿estamos ante diferentes precios equitativos?

Nos preguntamos: ¿la no adhesión al régimen hace prevalecer el interés social de la emisora o prioriza el interés particular del grupo de control y directores?

No podemos perder de vista que, aún cuando el régimen de OPA obligatoria (institucional) termina siendo un régimen de OPA obligatoria (contractual) gracias a la opción que el Decreto brinda a las sociedades cotizadas, la no adhesión al régimen permite aventurar posibles escenarios de tratamiento desigualitario, inequitativo generando posibles conflictos de intereses.

Si comprendemos el racional económico del régimen de OPA obligatoria y que el sistema creado por el Decreto es de corte esencialmente contractual (y no institucional) podremos advertir los riesgos por eventual responsabilidad por daños directos al patrimonio de los socios externos a causa de la no adhesión al régimen de OPA obligatoria: ¿sería esto posible a la luz de los artículos 274, 275 y sgtes de la LSC y Decreto 677?

Aún cuando la decisión de no adhesión es competencia exclusiva del órgano de gobierno, no puede pasar por alto que compete al órgano de administración velar por el interés social: ¿protege ese interés la cláusula de no adhesión?, ¿compete al directorio emitir una opinión en este sentido?, ¿compete al comité de auditoría?, ¿y la sindicatura?, ¿cuál es la responsabilidad del consejo de vigilancia en este sentido?

Partiendo de la premisa de que el estándar de diligencia exigido al director, síndico y consejero de una sociedad cotizada que recurre al ahorro

público se sustenta en la pauta de conducta del deudor especializado y profesional vale la pena recordar la enseñanza del artículo 902 del código civil: *“Cuando mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor será la obligación que resulte de las consecuencias posibles de los hechos”*.

¿Han obrado los directores de las sociedades cotizadas no adherentes con pleno conocimiento de las cosas?

Aún cuando es sabido que en nuestro medio local el mercado de OPAs por cambio de control es casi inexistente y su tratamiento jurídico, científico y académico genera la más absoluta indiferencia, quisimos con estas breves líneas compartir algunas inquietudes sobre el régimen de OPA obligatoria (optativa).

Esperamos que estas reflexiones puedan abrir camino a un debate más profundo sobre el modelo de transparencia de nuestro (poco transparente) mercado de capitales.