

La reglamentación de las OPA por toma de control luego de la reforma

Por Hernán Carassai.

El pasado 27/12/18 la Comisión Nacional de Valores ("CNV") dictó mediante la Resolución General N° 779/2018 la reglamentación del nuevo régimen legal de las ofertas públicas de adquisición ("OPA") dispuesto por la reforma introducida a la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (la "LMC") por la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 (la "LFP").

La reglamentación define ciertos temas cuya determinación había quedado expresamente delegada por la LFP al Organismo y aporta otras especificaciones que serán claves para la realización de estas ofertas de ahora en más.

En este artículo me gustaría detenerme en cómo se han reglamentado algunas cuestiones relativas a las OPA por toma de control.

Oportunidad. El Art. 87 de la LMC en su antigua redacción, disponía que quien pretendiera alcanzar el control, en forma directa o indirecta, de una sociedad cuyas acciones se encontraran admitidas al régimen de la oferta pública, debía promover una OPA en forma **previa**, dentro del plazo que estableciera la reglamentación.

El reformado Art. 87 de la ley dispone ahora que la obligación de formular la OPA nace al alcanzar, de manera efectiva, una participación de control de una sociedad con dichas características. Vale decir que la OPA deberá promoverse **luego de haber alcanzado el control y no antes**, como un medio para lograr tal cometido.

Este cambio despeja incertidumbres que había creado la redacción empleada por la reglamentación anterior de la OPA al prever, no obstante lo que establecía la regulación legal, que en ciertos casos de cambio de control "indirecto o sobreviniente", la OPA podía o debía formularse en forma posterior a haberse operado el mismo¹. La redacción no era clara. En mi opinión, al tratar los casos de cambio de control "indirecto o sobreviniente", la norma sólo se refería a cambios de control en una sociedad cotizante que fuere controlada por aquélla que hubiere sido objeto de una fusión o que hubiere cambiado su controlante. Se trataba de casos en los que el cambio de control era más "indirecto" que "sobreviniente". La norma reglamentaria no regulaba expresamente el cambio de control directo en la sociedad cotizante como producto de una fusión.

La referencia a la adquisición de una participación de control "de manera indirecta o sobreviniente" sigue existiendo en la nueva

reglamentación, y parecería que sigue refiriéndose a casos en los que una sociedad cotizante cambia su controlante indirecto. Como veremos más adelante, la norma de la CNV regula ahora expresamente los casos de cambio de control directo por fusión en sociedades admitidas al régimen.

En cualquier caso, a partir de la entrada en vigencia de la LFP, toda OPA por cambio de control deberá promoverse (salvo en los casos expresamente exceptuados) luego de alcanzado el control y no antes de ello, debiendo presentarse la oferta ante la CNV tan pronto como fuere posible y como máximo en el plazo de un (1) mes desde que se concrete "el cierre de la participación de control". En un lenguaje más preciso, la reglamentación dice que dicho plazo se computa "desde que la persona **alcance** la participación de control".

Precio. Otro cambio muy relevante que presentó la LFP en cuanto a las OPA por cambio de control, es el relativo a la determinación del denominado "precio equitativo" ("PE") que deberá ofrecer a los minoritarios quien hubiere alcanzado el control efectivo de una sociedad cotizante.

La LMC antes de la reforma admitía que el mismo surgiera -para todas las hipótesis de OPA obligatoria- de la ponderación de diversos criterios, fijando un piso, que estaba dado por el precio promedio de cotización de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior.

¹ Estos casos estaban regulados bajo el subtipo de las adquisiciones indirectas o sobrevinientes. Bajo este subtipo, las Normas de la CNV reglamentaban el caso de la fusión o toma de control de una sociedad -que, incluso, podía no estar admitida al régimen de oferta pública- que a su vez tenía participación directa o indirecta en el capital de una tercera cuyas acciones estaban admitidas a negociación, estableciendo que si la fusión o toma de control era de una sociedad "de mera tenencia de valores" o de una sociedad "en la que los valores de la sociedad afectada" constituyeren parte esencial del activo cuya adquisición fuere el motivo determinante de la operación, debía formularse, en **forma previa**, una OPA cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, fuere a alcanzarse "en la sociedad afectada" una participación significativa que conllevara la adquisición del control; **para luego prever que si se trataba de la fusión con, o toma de control de, una sociedad distinta a las señaladas precedentemente, la OPA debía promoverse en forma posterior dentro del plazo de los ciento ochenta (180) días corridos siguientes a la fecha de inscripción de la fusión o de toma de control, según el caso.**

Ahora, la LMC reformada por la LFP, distingue entre el PE de la OPA por toma de control y del resto de las OPA obligatorias.

En el caso de la primera, la pauta es objetiva. Aquél que hubiere alcanzado el control, deberá ofrecer comprar a los minoritarios **al mayor** de los siguientes precios: **(i)** el precio más elevado que hubiere pagado o acordado por las acciones durante los doce (12) meses previos a la "fecha de comienzo del período durante el cual debe realizar la OPA" (el "Precio Más Elevado"); y **(ii)** el precio promedio de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha del anuncio de la operación por la cual se acuerde el cambio de control (el "Precio Promedio de Cotización")².

La ley establece que para determinar el Precio Más Elevado no se tomarán en cuenta las adquisiciones de "un volumen no significativo en términos relativos", siempre que hayan sido realizadas a precio de cotización, en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado por las restantes adquisiciones en el período de referencia. La reglamentación de la CNV entiende que el "volumen no es significativo en términos relativos" cuando el total de operaciones realizadas por el oferente represente el 5% o menos del volumen total de negociación de la especie en la rueda del día de concertación.

En cuanto al cómputo del plazo de los doce (12) meses previos a la "fecha de comienzo del período durante el cual (el oferente) debe realizar la OPA", la norma reglamentaria indica que dicho plazo se comienza a computar desde el día de la fecha de pago o de la fecha del acuerdo que permitió alcanzar la participación de control hasta trescientos sesenta y cinco (365) días corridos anteriores a dicha fecha.

La norma reglamentaria aporta certidumbre ya que ley refiere como punto de partida para el cómputo del plazo a la "fecha de comienzo del período durante el cual se debe realizar la oferta" cuando en realidad no prevé tal cosa sino un plazo para la "presentación de la oferta" ante la CNV (un mes desde que se concrete el cierre de la participación de control).

De manera que la reglamentación deja en claro que los doce (12) meses -en rigor, los 365 días corridos- se cuentan desde la fecha de pago del precio o del acuerdo que permitió alcanzar el control, para atrás en el tiempo. Advertimos aquí que la norma reglamentaria habla de fecha del acuerdo y no de fecha de toma de control, por lo que el plazo debería computarse a partir de aquélla con independencia del momento en que se hubiere adquirido el control.

Por otra parte, la ley manda a no ponderar el Precio Promedio de Cotización cuando el porcentaje de acciones listadas represente como mínimo el 25% del capital de la emisora y

se cumplan las condiciones de liquidez que determine la CNV. A su tiempo, este Organismo entiende que una especie reúne dichas condiciones cuando: **(A)** el total de acciones admitidas menos las que pertenezcan al controlante alcance o supere el 25% del capital de la emisora autorizado; y **(B)** el valor efectivo promedio diario negociado en la especie durante el semestre anterior a la comunicación de la operación por la cual se acuerde el cambio de control sea igual o superior al equivalente en Pesos a U\$5800.000.

De no verificarse dichas condiciones de liquidez, habrá que tener en cuenta entonces que para la determinación del Precio Promedio de Cotización deberá tomarse el promedio simple resultante del cociente entre la sumatoria de los precios de cierre, contado normal, en las ruedas en las que hubo negociación de la especie, y la cantidad de ruedas con negociación efectiva en el semestre anterior a la fecha del anuncio de la operación por la cual se acuerde el cambio de control.

Además, dicta la reglamentación, las series de precios utilizadas deberán ser "homogéneas", en especial cuando se hubieren visto afectadas por el pago de dividendos, alguna operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que "permita realizar una corrección objetiva del precio". La norma no dice nada más. Parecería indicar que si una serie de precios no pudiera razonablemente considerarse "homogénea", la misma debería quedar fuera de la ponderación a los efectos del cálculo.

En cuanto al cómputo del "semestre inmediatamente anterior a la fecha del anuncio de la operación", el plazo debe computarse desde el día anterior a la fecha en la que el oferente se encuentre obligado a efectuar la publicación en la Autopista de la Información Financiera del anuncio de la operación por la cual se acuerde el cambio en la participación de control, hasta ciento ochenta (180) días corridos previos a la misma.

² En el caso del resto de las OPA obligatorias (básicamente la OPA por retiro voluntario del régimen y la OPA luego de que la sociedad cotizante quede bajo control casi total), además de las pautas indicadas, el oferente deberá, según el caso, contemplar otros criterios como el valor patrimonial de las acciones, el valor de la empresa valuada según criterios de flujos de fondos descontados a una tasa o indicadores aplicables a empresas o negocios comparables, o el valor de liquidación de la sociedad; fijándose, sin embargo, como piso, el mayor del Precio Más Elevado y el Precio Promedio de Cotización salvo que la OPA obligatoria se formule sin haberse previamente producido la adquisición por el oferente, en cuyo caso el PE no podrá ser inferior al Precio Promedio de Cotización, siendo de aplicación las reglas de ajuste de precio en los casos que corresponda.

El oferente se encontrará obligado a efectuar dicha publicación en forma inmediata (a haber alcanzado el control) y con carácter de Hecho Relevante. Esta comunicación deberá informar el Precio Más Elevado y el Precio Promedio de Cotización.

Moneda. Otro punto muy importante es el relativo a la moneda en la que debe fijarse el PE. La reglamentación dictada por la CNV establece que cuando el PE sea establecido en una moneda distinta de la de Pesos, el mismo deberá convertirse al tipo de cambio vendedor dólar billete estadounidense del Banco de la Nación Argentina del día anterior a la fecha de liquidación.

Asimismo, cuando el PE debiera fijarse en el Precio Más Elevado (por ser éste mayor al Precio Promedio de Cotización) y el mismo se encuentre expresado en una moneda distinta a la de Pesos, la liquidación y pago deberá realizarse en esa moneda o, alternativamente, en Pesos, al valor resultante de convertir el precio al tipo de cambio vendedor dólar billete estadounidense del Banco de la Nación Argentina del día anterior a la fecha de liquidación.

Es difícil pensar -yendo al primer supuesto- que el oferente elija establecer el PE en una moneda distinta a la de Pesos. Pero en el caso del segundo supuesto, es muy dable que el Precio Más Elevado se hubiere pactado en moneda extranjera.

Esta previsión busca proteger al minoritario de la depreciación que se produzca como consecuencia de la desvalorización del Peso entre la fecha en la que el oferente hubiere pagado o acordado el Precio Más Elevado y la fecha de la liquidación de la OPA. Siendo más bien improbable que el oferente logre pactar el Precio Más Elevado en Pesos, dadas las oscilaciones cambiarias que se presentan en nuestro país, seguramente buscará que el lapso de tiempo entre el momento en que pague o acuerde el Precio Más Elevado y la fecha de liquidación de la OPA sea el más breve posible³.

Ajustes al PE. La reglamentación establece que el Precio Más Elevado incluye cualquier otra contraprestación adicional que se haya pagado o acordado. Si el "precio final" se incrementare con motivo de ajustes posteriores, deberá recalcularse el PE y ajustarse si arroja un valor superior. Y en el supuesto en que el ajuste se produjere finalizado el período de la oferta, deberá pagarse la diferencia a quienes aceptaron la oferta dentro de los diez (10) días corridos siguientes al pago del incremento.

De modo que el oferente deberá seguir realizando pagos a los minoritarios (los que a tales efectos deberían mantener sus cuentas comitentes) en el caso de ajustarse en más el Precio Más Elevado una vez liquidada la OPA.

Excepciones en los casos de fusión. La nueva norma reglamentaria regula ahora supuestos en los que no obstante operarse un cambio de control, no resulta necesaria la promoción de la OPA destinada a los minoritarios. Entre los supuestos de excepción, incluye los casos de fusión.

En primer lugar exceptúa (de la obligación de promover la OPA) a los accionistas de las "sociedades o entidades afectadas" cuando, como consecuencia de la fusión, "alcancen en la sociedad admitida al régimen", directa o indirectamente, la participación de control, siempre que no hubieren votado a favor de la fusión en la asamblea correspondiente; para luego considerar que no corresponde la promoción de una OPA" en el caso de toma de control directa por fusión entre sociedades admitidas a la oferta pública de sus acciones".

Debe acreditarse ante la CNV el encuadramiento de la operación en estos supuestos dentro de los quince (15) días corridos "de producido el hecho determinante de la obligación", debiendo el Organismo expedirse aceptando o rechazando la petición dentro de los quince (15) días hábiles contados a partir de que quede reunida la totalidad de la documentación. Si fuere rechazada, se aplicarán las reglas y plazos para la formulación de la OPA.

Parecería entonces que si la fusión es de dos sociedades cuyas acciones estuvieren admitidas al régimen no existirá para los accionistas que resulten controlantes de la absorbente la obligación de promover una OPA mientras que, para otros casos de fusión (como, por ejemplo, entre una sociedad cuyas acciones estén admitidas al régimen y otra cuyas acciones no lo estén; o entre una sociedad que cotice sus acciones y otra que sólo cotice obligaciones negociables) la excepción procederá en la medida que los accionistas de las "sociedades afectadas" no hubieren votado a favor de la fusión.

³ Asumimos para realizar este comentario que el Precio Más Elevado es superior al Precio Promedio de Cotización. Considerando escenarios como por ejemplo el del año 2018, durante el cual el Peso se depreció aproximadamente un 100% respecto del Dólar Estadounidense, cuanto más lejos esté la fecha del acuerdo de la fecha de liquidación de la OPA, mayor será el precio por acción en pesos que el oferente deba ofrecer a los minoritarios (respecto del pagado a la contraparte del acuerdo).

Esta última solución pareciera provenir del derecho español. Allí, el régimen legal de las ofertas públicas de adquisición de valores⁴ exige de la obligación de formular una OPA a los accionistas de las sociedades afectadas cuando, como consecuencia de una fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, una participación de control siempre que no hubieren votado a favor de la fusión en la junta correspondiente. El régimen extranjero agrega un segundo requisito y es que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial⁵.

Nuestro régimen legal sobre la materia ha ido o venido con este tema. El Decreto de Transparencia N° 677/2001 excluía expresamente del régimen de la OPA obligatoria por cambio de control a estos supuestos. Luego, en sentido opuesto, la LMC, en su Artículo 87, incluyó un párrafo en el que aclaró expresamente que la obligación de promover la OPA alcanzaba a casos en los que el cambio de control se producía como consecuencia de una reorganización societaria, una fusión o una escisión. Finalmente, la reformulación de dicho Artículo por la última reforma instaurada por la LFP eliminó dicho párrafo.

Acerca de si existen razones atendibles en función de los principios que inspiran nuestro actual marco legal de mercado de capitales que justifiquen estas excepciones, nos detendremos en otra oportunidad.

⁴ Instaurado por el Real Decreto N° 1066/2007 (texto consolidado al 1/10/2014)

⁵ La Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") española ha sido restrictiva a la hora de conceder la dispensa. Según Julio Lujambio, socio de Corporate de Pérez-Llorca, el criterio de la CNMV ha sido el de respetar la excepcionalidad de la dispensa para evitar la apertura de un camino alternativo (para la toma de control) mediante una operación societaria controlada por los accionistas de control de las sociedades involucradas en la operación. La CNMV no ha prestado su conformidad en una variedad de casos sometidos a su consideración ya sea porque no apreciaba un motivo industrial o comercial suficientemente robusto o porque los compromisos que el accionista mayoritario estaba dispuesto a asumir no resultaban suficientes para matizar, minimizar y, en una instancia, deshacer el cambio de control que hubiera operado por imperio de la fusión.

CONTACTO

(+54 11) 2034.4000

info@mcewan.com.ar

Av. del Libertador 498. 9o P. [C1001ABR]

Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Argentina
