

Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Capitales Argentino: Nociones Básicas en Torno a su Regulación Legal

Por Leonardo A. Micucci

I. Cuestiones preliminares [\[arriba\]](#)

El propósito del presente artículo es el de brindar al operador jurídico de empresas ciertas nociones básicas y un enfoque esquematizado sobre las ofertas públicas de adquisición (OPAs), su recepción legal a través del dictado del Decreto N° 677/2001, “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública”, y en las disposiciones reglamentarias dictadas por la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV) Resolución General 401/2002, cuyo texto se encuentra incorporado a los arts. 1° a 93 del Capítulo XXVII “Ofertas Públicas de Adquisición”, Normas de la Comisión Nacional de Valores, Nuevo Texto 2001 (en adelante Normas N.T. 2001)[1].

A los fines del presente, sostendremos que el mercado de capitales argentino se compone de los siguientes actores: i) la CNV, instituida, por la Ley N° 17.811 (Ley de Oferta Pública de Títulos Valores –LOP–)[2] como la autoridad gubernamental de contralor de la oferta pública y su transparencia; ii) los Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, entidades autorreguladas que autorizan la cotización y negociación de los títulos valores respectivamente y en cuyo ámbito tienen lugar las diversas operaciones bursátiles de esos valores[3]; iii) los Agentes y Sociedades de Bolsa –denominados intermediarios–, encargados de canalizar –al mercado de valores– las órdenes de compra-venta de títulos valores impartidas por los inversores, actuando en nombre propio pero por cuenta de aquellos; iv) las Sociedades Anónimas autorizadas a hacer oferta pública por la CNV o bien las comúnmente denominadas “emisoras”, caracterizadas por el hecho de que una vez que sus acciones fueron autorizadas para ser ofrecidas al público inversor, pueden cotizar en las Bolsas de Valores –mediante la correspondiente autorización de cotización– y, finalmente, ser negociados en los mercados de valores mediante la obtención de la pertinente autorización de negociación que le compete otorgar a las referidas entidades autorreguladas y, v) el público inversor o bien los tenedores de acciones que cotizan en bolsa, quienes al canalizar sus ahorros a través del mercado de capitales, adquirieron acciones de las mencionadas sociedades emisoras.

En el ámbito bursátil, la oferta pública de adquisición suele estar asociada a aquellos supuestos en los que una persona física o jurídica pretende adquirir las acciones de una sociedad –u otros valores negociables que puedan dar derecho a la adquisición de éstas, como lo son las obligaciones convertibles en acciones– que posee todo o parte de su capital social negociando en Bolsa. Ello con el objeto de alcanzar por medio de la misma una participación significativa en el capital con derecho a voto de la primera sociedad[4].

Sin embargo, tal como lo veremos más adelante nuestra normativa específica –Decreto N° 677/2001 y la resolución general 401/2002 de la CNV– no limita la aplicación del procedimiento de OPAs solamente a las tomas de control de sociedades cotizantes sino que por el contrario dicho mecanismo es previsto para una amplia gama de situaciones que pueden ser experimentadas por las sociedades emisoras a lo largo de su vida dentro del régimen de oferta pública, tal es el caso del retiro de ese régimen, oportunidad en la cual esa sociedad abierta deberá dar plena observancia al mismo en razón de resultar obligatorio por disposición legal.

II. Las OPAs y sus Orígenes [\[arriba\]](#)

La génesis de las OPAs lo encontramos en los Estados Unidos, presentándose como aquel mecanismo a través del cual una sociedad adquiriría el control de otra, mediante la compra de las acciones en poder de los socios de la potencialmente adquirida[5].

A mayor abundamiento, se señala que tal operación de adquisición podía lograrse mediante dos formas: a) la denominada ‘adquisición amistosa’ que daba cuenta de la existencia de un acuerdo entre la sociedad adquirente y los accionistas de la adquirida a efectos de la transferencia de las participaciones sociales; b) la llamada ‘adquisición hostil’ que denotaba la ausencia de tal compromiso y la presencia de una sociedad –adquirente– que realizaba una oferta genérica de compra de las acciones a los socios de la sociedad a adquirir con el objeto de conseguir el número necesario de acciones que le otorguen su control[6].

Con relación a esa última forma de adquisición, existen quienes, con acierto, consideran ésta resulta impracticable en nuestro mercado de capitales caracterizado, principalmente, por la presencia de sociedades que –habiéndose sido autorizadas a ingresar al régimen de la oferta pública– destinan un reducido porcentaje de su capital social a ser adquirido por el público inversor[7].

En igual sentido, algunos afirman que existen marcadas diferencias entre la situación argentina y la estadounidense, pues “...en nuestro país resultaría extremadamente difícil (si no imposible) adquirir el control de una sociedad a través de la compra de las acciones en poder del público inversor. En efecto, tradicionalmente los porcentajes de capital colocados a través de la oferta pública de acciones en el mercado argentino son pequeños, por cuanto el control accionario permanece en poder de escasos accionistas controlantes, perfectamente identificables”[8].

Adicionalmente, otros se encargan de apuntar que “si bien la regulación de las OPAs obligatorias implica un paso más en la optimización del mercado de capitales, su efectiva aplicación actual resulta dudosa (...) a diferencia del derecho americano, el decreto[9] no deviene como consecuencia de una situación preexistente, sino que precede al uso de dicho instituto”[10].

III. Antecedentes: las OPAs de control y las resoluciones dictadas por la CNV [\[arriba\]](#)

A través del dictado de la resolución general 61/1980 –publicada en el Boletín Oficial el 19/8/1980–, la CNV reglamentó –por primera vez– las denominadas “Ofertas Públicas de Adquisición de Control”.

Dicha resolución imponía la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición de control –observando determinados requisitos de información y publicidad contenidos en la ella– en todas aquellas situaciones en las que una persona física o jurídica se propusiera: i) adquirir una cantidad de acciones para alcanzar el control de una sociedad cotizante por medio de los mecanismos proporcionados por el régimen de oferta pública de títulos valores; ii) designar por lo menos un director o miembro del consejo de vigilancia [11].

En concordancia con lo expuesto, la reglamentación estableció la obligación de que toda persona física o jurídica que ya poseyera o bien fuera a adquirir, por cualquier medio que proporcionara la oferta pública de títulos valores, más del 3% del capital con derecho a voto de una sociedad, o incrementara su tenencia en un 2% o más, informe tal situación a la CNV –una vez alcanzadas esas tenencias– dentro del plazo de 5 días hábiles[12].

Básicamente el procedimiento dispuesto por la CNV –para las sociedades emisoras cotizantes en Bolsa– consistía en: i) un informe previo a la CNV, ii) dar publicidad de

los términos de la OPA, cuyo plazo de duración no fuera menor de 10 ni mayor de 20 días hábiles bursátiles, iii) efectuar un compromiso de compra irrevocable, iv) la realización de una compra a prorrata[13].

Se afirma, en consecuencia, que “se intentaba de este modo hacer pública la adquisición paulatina y reservada de porciones significativas del capital, por quienes muy probablemente aspiran al control societario”[14].

Precisamente, tal como bien lo señala un autor, parte de los considerandos de aquella resolución expresaban que “si se desata una lucha por el control de una sociedad mediante adquisiciones en bolsa, suele producirse una suba pronunciada y posterior caída de los precios de los títulos, al cesar la puja. El público inversor ignora los hechos subyacentes y, animado por la suba, puede realizar compras durante ésta, debiendo soportar la pérdida consiguiente durante la baja posterior. Por otra parte, los grupos controlantes de las empresas cotizantes suelen mantener tenencias muy importantes debido a la inseguridad que les provoca un intento de toma de control por terceros. Ello causa falta de profundidad en el mercado, lo que repercute en él haciéndolo vulnerable ante cualquier circunstancia, lo que se traduce en oscilaciones de precios”[15].

En este orden de ideas, se ha sostenido que la CNV propiciaba que la sociedad y los accionistas conocieran necesariamente quiénes poseían un claro interés en controlar o participar en el órgano de administración de las sociedades cotizantes, adoptando para aquellas partes medidas de neto corte equitativo[16].

Adicionalmente y desde la perspectiva del público inversor, dicho organismo se orientó a garantizar un marco de igualdad de actuación entre los inversores del mercado de capitales y aquellas personas que tenían interés en adquirir una participación más activa en las mencionadas sociedades o bien conservar la que ya poseían[17].

Sin embargo, y a poco de ser dictada, la mentada resolución no fue receptada con simpatía por las entidades autorreguladas y la Cámara de Sociedades Comerciales, quienes accionaron mediante recurso de alza y obtuvieron dictamen favorable del Ministerio de Economía por considerar que la CNV había exorbitado las facultades que le fueron otorgadas por la LOP[18].

Los principales cuestionamientos se dirigieron a plantear el interrogante de si la CNV poseía atribuciones para “...tratar de impedir —como lo hacía al establecer la obligatoriedad de la OPA— la adquisición de acciones en el mercado cuando por ese medio se pretende alcanzar el control societario...”[19].

Luego de ese infructuoso intento, la CNV derogó la conflictiva resolución y en su reemplazo dictó la resolución general 63/1981, la cual al sustituir las expresiones de la anterior resolución, modificó sustancialmente el régimen de las OPAs, adoptándose el carácter voluntario y no obligatorio en la formulación de OPA; esto es, el nuevo régimen devino facultativo[20].

A su vez, mediante esta última resolución se eliminó la obligación de informar a la CNV respecto de aquellas operaciones a través de las cuales se adquiriese o superase los porcentajes de tenencia del capital mencionados en la anterior resolución general 61/1980[21].

Entre idas y venidas, al dictarse un nuevo texto ordenado de las “Normas” de la CNV, en el año 1987, la CNV abrogó las anteriores normas y con ello la resolución general detallada precedentemente, eliminándose toda mención referida a las OPAs en las disposiciones de la CNV[22].

Sin embargo, allí no terminó la cuestión, en el año 1991 por medio del dictado de la resolución general 190/1991, se reintrodujo el carácter facultativo de la formulación de las OPAs para adquirir el control de una sociedad emisora y estableció un procedimiento para éstas, es decir, que para aquella persona física o jurídica que deseara adquirir el control continuaba siendo voluntaria la formulación de una OPA, pero una vez optada por tal vía el procedimiento instituido por esa resolución se presentaba obligatorio[23].

En síntesis, la obligatoriedad del procedimiento se imponía solamente en aquellos supuestos en los cuales en forma previa y voluntaria el adquiriente hubiera “deseado” –en palabras de la propia resolución– formular una OPA[24].

Concordantemente, se ha sostenido –al precisar sobre la obligatoriedad de formular las OPAs– que su obligatoriedad para quien deseara obtener el control de una sociedad “... sólo puede proceder en virtud de una norma legal, y por medio de claros términos, ya que es evidente que la CNV no tiene –sin una ley al efecto– competencia para establecer tal obligación”[25].

Acto seguido veremos las implicancias del dictado del Decreto N° 677/2001, pues luego de establecer ciertos lineamientos generales puso en cabeza de la CNV el dictado de la reglamentación en lo que a OPAs respecta.

IV. Marco normativo actual: el Decreto N° 677/01 y las Normas N.T. 2001 [\[arriba\]](#)

Para todos aquellos operadores jurídicos que opten por dedicarse a la apasionante tarea de asesorar a sociedades anónimas abiertas, resulta vital conocer el marco normativo vigente de las ofertas públicas de adquisición.

En este preciso sentido, al aconsejar cierto curso de acción frente a la consulta del caso particular, las disposiciones legales a ser examinadas y ponderadas emanan del juego armónico de los arts. 22 a 30 del Decreto N° 677/2001, la resolución general 401/2002, cuyo texto se encuentra incorporado a los arts. 1° a 93 del Capítulo XXVII “Ofertas Públicas de Adquisición”, Normas de la Comisión Nacional de Valores, Nuevo Texto 2001[26] y el art. 68 de la LOP.

Con la entrada en vigencia del Decreto N° 677/2001, el mercado de capitales sufrió varias e importantes modificaciones, pues además de introducir varios institutos vinculados a la transparencia en el ámbito de la oferta pública, aquél se encargó de rediseñar legalmente a las OPAs y se inspiró en principios tales como la eficiencia, la protección del público inversor y el trato igualitario entre inversores.

El mencionado decreto no brinda un concepto de las OPAs sino que se limita meramente a incorporarla al régimen de oferta pública y clasificarla. Con base en la resolución general 401/2002 se propugna que “...debe entenderse como tal a toda invitación a la venta o canje de acciones (que tengan derecho a voto al momento en que la solicitud de autorización de la oferta es efectuada) admitidas a la oferta pública, dirigida a sus titulares, ya sea voluntaria u obligatoria”[27].

Por su parte, la lectura del art. 22 del citado decreto permite advertir que –aún en ausencia de definición legal– una oferta pública de adquisición encuentra íntima relación con la oferta de compra de acciones con derecho a voto de una sociedad cuyas acciones se encuentren admitidas al régimen de la oferta pública.

Concordantemente, ella tendrá lugar tanto en los supuestos en los cuales lo que se pretende es alcanzar el control o la participación significativa en la sociedad emisora – art.23, dec. 677/2001 y 5° del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001[28]– como cuando la

propia sociedad emisora decide retirarse voluntariamente del régimen de oferta pública —arts. 31, dec. 677/2001 y 22 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001—, etcétera.

El sistema instituido por el decreto y las Normas N.T. 2001 —dictadas a los efectos de reglamentar a las OPAs—, se encamina principalmente a fijar un procedimiento obligatorio que canalice la información a los tenedores de los valores negociables objeto de la oferta; esto es a suministrar al público en general los datos necesarios para una apropiada comprensión de la operación de compra, venta o canje que se les formula, incumbiendo a los interesados la decisión final de aceptar o no, el ofrecimiento que se les formula[29].

En este sentido, luego de establecer que la OPA puede ser de carácter voluntaria u obligatoria, el Decreto N° 677/2001 precisó que ésta deberá dirigirse a todos los titulares de esas acciones y tratándose de ofertas de adquisición obligatoria también deberá incluir a los titulares de derechos de suscripción u opciones sobre acciones, de títulos de deuda convertibles u otros valores similares que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción, adquisición de o conversión en acciones con derecho a voto, en proporción a sus tenencias y al monto de la participación que se desee adquirir.

V. Objetivos del procedimiento de OPAs [\[arriba\]](#)

Un asesor de sociedades emisoras indefectiblemente debe comprender que aquel procedimiento —creado por el Decreto N° 677/2001— se orientó a asegurar y prever que su reglamentación —es decir la que finalmente fue dictada por la CNV— tuviera como eje las siguientes pautas:

- a) La igualdad de tratamiento entre los accionistas, tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición, para todas las acciones, títulos o derechos de una misma categoría o clase.
- b) Plazos razonables y suficientes para que los destinatarios de la oferta dispongan del tiempo adecuado para adoptar una decisión respecto de la oferta, así como el modo de cómputo de esos plazos.
- c) La obligación de brindar al inversor la información detallada que le permita adoptar su decisión contando con los datos y elementos necesarios y con pleno conocimiento de causa.
- d) Los términos en que la oferta será irrevocable, o en que podrá someterse a condición, en cuyo caso deberán ser causales objetivas y figurar en forma clara y destacada en los prospectos de la oferta.
- e) La reglamentación de los deberes del órgano de administración para brindar, en interés de la sociedad y de todos los tenedores de valores objeto de la oferta, su opinión sobre la oferta y sobre los precios o las contraprestaciones ofrecidas;
- f) El régimen de las posibles ofertas competidoras.
- g) Las reglas sobre retiro o revisión de la oferta, sobre prorrato, revocación de aceptaciones de reglas de mejor precio ofrecido y mínimo período de oferta, entre otras.

h) La información a incluirse en el prospecto de la oferta contemplando las intenciones del oferente con respecto a las actividades futuras de la sociedad.

i) Las reglas sobre publicidad de la oferta.

j) En las ofertas de canje de valores, información financiera y contable del emisor de los valores ofrecidos en canje a incluir en el prospecto.

k) Prohibición al órgano de administración de la sociedad de obstaculizar el normal desarrollo de la oferta, a menos que se trate de la búsqueda de ofertas alternativas o haya recibido una autorización previa de la asamblea de accionistas durante el plazo de vigencia de la oferta.

l) Que la sociedad no vea obstaculizadas sus actividades por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta durante más tiempo del razonable[30].

Sumado a ello, cabe precisar que la normativa que estamos comentando adopta como principio general que el autor de una oferta pueda fijar libremente el precio que está decidido a pagar y de qué manera lo hará, quedando en poder de los propietarios de los valores a los que la oferta se dirige considerar la bondad de la contraprestación propuesta[31].

Por último, debe quedar en claro –a esta altura– que la normativa en cuestión se endereza a establecer la obligatoriedad de acudir a tal procedimiento –una vez reunidos los presupuestos legales– y, en consonancia con esto último, determina una serie de supuestos en los cuales aquél es de aplicación. Pero ello no implica de modo alguno que la aceptación de aquella oferta lanzada conforme con ese procedimiento sea, para los tenedores de las acciones admitidas al régimen de la oferta pública, de carácter obligatorio[32].

VI. Supuestos de OPAs obligatorias [\[arriba\]](#)

Ni el decreto ni las Normas N.T. 2001 se encargan de plasmar en un listado a las OPAs obligatorias. En rigor de verdad, ellas se abocan exclusivamente a detallar situaciones de hecho en las que –como condición de legalidad de la operación a realizarse– deviene necesario implementar en forma previa una OPA[33].

Ahora bien, a pesar de que durante la vida societaria de las emisoras pueden suscitarse diversos escenarios, cabe detallar de forma meramente enunciativa los casos en los que resultará obligatorio proceder a cumplimentar el procedimiento de las OPAs:

1) OPA obligatoria para la adquisición de control/participación significativa: este supuesto se encuentra previsto en los arts. 23 y 24 del Decreto N° 677/2001 y en los arts. 5° a 21 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001, refiere a los casos en los que se trata de alcanzar el control, directa o indirectamente, en forma individual o concentrada, en uno o más actos sucesivos. El término control es empleado como sinónimo de participación significativa; la cual fue definida por la normativa como todas aquellas que representen porcentajes iguales o superiores al 35%. o 51% del capital social con derecho a voto y/o de los votos de la sociedad afectada.

Dentro de este tipo de OPA, se ubican: i) la OPA obligatoria en los casos de adquisiciones indirecta o sobreviniente, prevista en el art. 16 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001[34]; ii) la OPA obligatoria en caso de reducción de capital, conforme cpn lo previsto por el art. 17 del Cap. XXVII de las Normas (N.T. 2001); iii) la OPA obligatoria en caso de contratos de *underwriting*[35].

Finalmente, cabe señalar que la propia normativa establece excepciones al régimen de OPA por toma de control que permiten a las sociedades mantenerse al margen de este procedimiento especial obligatorio.

En primer lugar, se advierte la existencia de las denominadas excepciones típicas; esto es, cuando el control se alcance por reorganización societaria o bien cuando el monto a adquirir en virtud de la OPA no reciba el carácter de participación significativa antes visto.

En segundo lugar, corresponde citar a las excepciones contenidas en el art. 24 del Decreto N° 677/2001, artículo que

i) por un lado, permite que las sociedades, que vayan a ingresar al régimen de la oferta pública, recepcen y contemplen una cláusula de no adhesión al régimen en sus estatutos sociales, debiendo tal opción ser realizada en forma previa a solicitar su autorización de ingreso a la oferta pública y sujetándose a la obligación de publicitar en sus balances y memorias la situación de “sociedad no adherida al régimen estatutario optativo de OPA obligatoria”;

ii) por otro lado, dio la posibilidad de que, aquellas sociedades que ya revestían el carácter de emisoras al momento de entrada en vigencia de la normativa, pudieran optar por modificar sus estatutos –en un determinado plazo– mediante la inclusión de la cláusula antes transcrita e igual leyenda a la comentada en sus balances y memorias.

2) OPA obligatoria por retiro voluntario del régimen de oferta pública: ella se encuentra normada por el art. 31 del Decreto N° 677/2001 y los arts. 22 a 28 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001. Y en virtud de que el retiro de la oferta pública se presenta como una de las circunstancias que habilita a los accionistas disconformes ejercer el derecho de receso, se asevera que la incorporación de esta OPA obligatoria –que la sociedad emisora se encuentra forzada a realizar– permite ahora que esos mismos accionistas se beneficien respecto del valor de sus acciones[36].

Se pregona, en consecuencia, que “a través de esta OPA obligatoria aparece evidentemente la intención de poner fin a las discusiones relativas al valor de reembolso de las acciones de los recedentes, resultante de la interacción de los principios contenidos en los arts. 13, inc. 5°; 92, inc. 1° y 245, inc. 5° de la LS (‘la suma de dinero que represente el valor de su parte’ y ‘el precio que [no] se aparte notablemente de su valor real’). Es por ello que, apartándose de la flexibilidad de las reglas relativas a la fijación del precio que se aplican a otros tipos de OPAs obligatorias (...) las Normas contienen una referencia expresa a la necesidad de que el precio de compra de las acciones deberá ser ‘equitativo’, y según el art. 28 de aquellas, ‘pagadero únicamente en efectivo’”[37].

Por otro lado y lejos de agotar aquí las particularidades y requisitos de este tipo de OPA, se requiere que la oferta se extienda a todos los accionistas que no votaron a favor del retiro y a la totalidad de las obligaciones convertibles en acciones y valores que den derecho a su suscripción o adquisición. Sumado a ello, los que no votaron positivamente deben inmovilizar sus acciones hasta que transcurra el plazo fijado para la aceptación de la OPA[38].

3) OPA obligatoria frente a la adquisición de participaciones residuales: por su parte, esta OPA encuentra recepción en los arts. 25 a 30 del Decreto N° 677/2001 y 29 a 38 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001 y sólo mencionaremos en esta oportunidad que i) el hecho generador de ésta es la situación de control casi total, que se produce cuando una persona física o jurídica –directa o indirectamente– sea titular del 95% o

más del capital suscripto; ii) la obligación de poner en conocimiento de la CNV y la entidad autorregulada, la mentada situación de control casi total –dentro de los 10 días de producida– tanto por parte de la sociedad o persona controlante como por la sociedad controlada.

En último lugar, corresponde traer a colación la reflexión efectuada por cierto autor que con acierto sostiene que “quizás pueda objetarse, desde un punto de vista metodológico, la inclusión de este tipo de OPA entre las obligatorias. Técnicamente, en efecto, el oferente no está obligado a llevarla a cabo, pero las consecuencias para el caso de no hacerlo son suficientemente significativas como para que la realización de una OPA de este tipo, antes que facultativa, sea obligatoria”[39].

VII. Régimen de supervisión, inspección y sanción [\[arriba\]](#)

Por último, dejaremos plasmado brevemente que todo el procedimiento de OPAs se completa con el poder de supervisión, inspección y sanción que posee la autoridad de contralor a los efectos de garantizar el efectivo cumplimiento de las obligaciones impuestas por las disposiciones legales referidas a lo largo del presente trabajo –arts. 87 a 93 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001–.

En este orden de ideas, el art. 87 citado instituye con claridad que “las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, los intermediarios autorizados o entidades financieras que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la oferta pública, quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley N° 17.811, también están sujetos al procedimiento arbitral previsto en el art. 38 del anexo del Decreto N° 677/2001”.

Por ello, si se lleva adelante una adquisición de acciones sin observar la eventual obligatoriedad de hacerlo por medio del lanzamiento de una OPA, dicha omisión no trae aparejada la nulidad o inexistencia de la operación sino más bien la ilegalidad de la misma y la potencial iniciación de actuaciones sumariales por parte de la CNV, quien podrá sancionar, de conformidad con lo establecido por los arts. 6°, 10, 10 bis, 12 y 14 de la LOP, tanto a la sociedad –cuyas acciones fueron adquiridas– como al comprador[40].

VIII. Conclusiones [\[arriba\]](#)

Dentro de nuestro mercado de capitales, la oferta pública de adquisición (OPA) encuentra su marco regulatorio en el Decreto N° 677/2001, “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública”, y en las disposiciones reglamentarias dictadas por la Comisión Nacional de Valores, resolución general 401/2002, cuyo texto se encuentra incorporado a los arts. 1° a 93 del Capítulo XXVII ‘Ofertas Públicas de Adquisición’, Normas de la Comisión Nacional de Valores, Nuevo Texto 2001.

En razón del mismo, el sistema instituido se encamina –principalmente– a fijar un procedimiento obligatorio que canalice la información a los tenedores de los valores negociables objeto de la oferta; suministrándose al público en general los datos necesarios para una apropiada comprensión de la operación de compra, venta o canje

que se les formula, correspondiendo a los interesados la decisión final de aceptar o no, el ofrecimiento.

Así pues, los principales objetivos del procedimiento de OPA se orientan a garantizar al inversor: a) la igualdad de tratamiento entre los accionistas respecto de las condiciones económicas y financieras para todas las acciones, títulos o derechos de una misma categoría o clase; b) plazos razonables y suficientes para que los destinatarios de la oferta dispongan del tiempo adecuado para adoptar una decisión respecto de la oferta, y c) información detallada que le permita adoptar su decisión contando con los datos y elementos necesarios y con pleno conocimiento de causa.

En términos generales, una oferta pública de adquisición hace referencia a la invitación de venta o canje de acciones que tengan derecho a voto —y previamente fueran admitidas a la oferta pública— que se dirige a los titulares de aquéllas, ya sea en forma voluntaria u obligatoria.

Las OPAs voluntarias deberán dirigirse a todos los titulares de esas acciones mientras que tratándose de ofertas de adquisición obligatoria se deberá incluir también a los titulares de derechos de suscripción u opciones sobre acciones, de títulos de deuda convertibles u otros valores similares que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción, adquisición de o conversión en acciones con derecho a voto, en proporción a sus tenencias y al monto de la participación que se desee adquirir.

Sumado a ello, la normativa en cuestión adopta como principio general que el autor de una oferta pueda fijar libremente el precio que está decidido a pagar y de qué manera lo hará, quedando en poder de los propietarios de los valores a los que la oferta se dirige considerar la bondad de la contraprestación propuesta.

Del marco normativo referenciado no surge un listado de las OPAs obligatorias. En rigor de verdad, aquél se aboca exclusivamente a detallar situaciones de hecho en las que — como condición de legalidad de la operación a realizarse— deviene necesario implementar en forma previa una OPA.

Sin perjuicio de ello, deviene obligatorio seguir el procedimiento establecido para las OPAs frente a los siguientes supuestos: i) *adquisición de control/participación significativa*, conforme lo prevén los arts. 23 y 24 del Decreto N° 677/2001 y en los arts. 5° a 21 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001; ii) *retiro voluntario del régimen de oferta pública*, en virtud de lo establecido por el art. 31 del Decreto N° 677/2001 y los arts. 22 a 28 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001.; y iii) *adquisición de participaciones residuales*, en atención a lo dispuesto por los arts. 25 a 30 del Decreto N° 677/2001 y 29 a 38 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001.

Por último, en miras a lograr la debida sujeción y el efectivo cumplimiento de las obligaciones impuestas por las disposiciones legales del procedimiento de OPAs se instituye en cabeza de la CNV el poder de supervisión, inspección y sanción, arts. 87 a 93 del Cap. XXVII de las Normas N.T. 2001.

Se repara entonces que, llevado adelante uno de los citados supuestos con total inobservancia de las disposiciones legales que requieren obligatoriamente la realización de una OPA, dicha omisión no traerá aparejada la nulidad o inexistencia de la operación sino más bien determinará la ilegalidad de la misma y la potencial iniciación de actuaciones sumariales por parte de la CNV, de conformidad con lo establecido por los arts. 6°, 10, 10 bis, 12 y 14 de la LOP.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- BACQUÉ, Eduardo y otros, *Mercado de Capitales, Régimen de las Emisoras*, Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2003.
- BIANCHI, Roberto A., *Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública*, Zavalía, Buenos Aires, 1993
- CRACOGNA, Dante, “OPA: Precio equitativo y arbitraje en el Decreto N° 677/2001”, publicado en La Ley-online.
- KENNY, Mario O., *Nueva regulación del deber de información al público por la Comisión Nacional de Valores*, RDCO 1992-85, AP 0021/000328.
- NEGRI, Juan J., *Las ofertas públicas de adquisición obligatorias en el derecho argentino*, ED 198.
- VAN THIENEN, Pablo A., *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)*, ED 206-981, 2004.
- VERLY, Hernán, *El Decreto N° 677/01 y la adquisición compulsiva de participaciones residuales*, ED 206-875, 2004.

Páginas Web Consultadas:

- KENNY, Mario O, “Mercado de Capitales”, disponible en www.estudio.lucisich.com.ar

[1] Dichas normas pueden ser consultadas ingresando al siguiente sitio web del Organismo: www.cnv.gov.ar, link “Marco Regulatorio”, opción “Texto Ordenado”.

[2] Parte del marco normativo de la oferta pública de títulos valores lo encontramos en Ley de Oferta Pública de Títulos Valores 17.811 y decreto 677/2001, normas CNV N.T. 2001, resoluciones de la CNV, reglamentaciones de las Bolsas de Comercio, Reglamentos Internos y Operativos de los Mercado de Valores. Es criterio judicial que la LOP confiere a la CNV la superintendencia o policía permanente del correcto funcionamiento del régimen de oferta pública en todos sus aspectos (C. Cont. Adm. Fed., sala 4ª, 18/4/1985) y que las facultades otorgadas por esta ley con respecto a los mercados son amplias y surgen de lo dispuesto en el artículo 6°, inciso a) de la misma (C. Nac. Com., sala B, 31/8/1981, LL 1981-D).

[3] Las entidades autorreguladas (mercado de valores) tienen a su cargo la fiscalización de las operaciones sobre títulos valores efectuadas por sus agentes; la garantía de aquellas en determinadas circunstancias, y el control de la actuación de dichos agentes (Exp. Motivos LOP, Cap. IV. 14).

[4] Conf. Negri, Juan Javier, *Las ofertas públicas de adquisición obligatorias en el derecho argentino*, ED T-198-845/860.

[5] *Ibidem*.

[6] *Ibidem*. Ver también Bacqué, Eduardo, *Mercado de Capitales, Régimen de las Emisoras*, Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2003.

[7] Conf. Bacqué, Eduardo, *Mercado de Capitales, Régimen de las Emisoras*, Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2003.

[8] Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.

[9] Refiere al decreto 677/2001.

[10] Bacqué, Eduardo, *Mercado de capitales...*, cit., nota 7.

[11] Conf. Bianchi, Roberto A., *Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública*, Zavalía, Buenos Aires, 1993, ps. 264/268.

[12] *Ibidem*.

[13] *Ibidem*.

[14] Bianchi, Roberto A., *Régimen de transparencia...*, cit., nota 10, p. 265.

[15] *Ibidem*.

- [16] Conf. Bianchi, Roberto A., *Régimen de transparencia...*, cit., nota 10, p. 265.
- [17] *Ibidem*.
- [18] *Ibidem*.
- [19] Bianchi, Roberto A., *Régimen de transparencia...*, cit., nota 10, p. 266.
- [20] *Ibidem*.
- [21] *Ibidem*.
- [22] *Ibidem*.
- [23] *Ibidem*.
- [24] *Ibidem*.
- [25] Bianchi, Roberto A., *Régimen de transparencia...*, cit., nota 10, p. 267.
- [26] Dichas normas pueden ser consultadas ingresando al siguiente sitio web del Organismo: www.cnv.gov.ar, link “Marco Regulatorio”, opción “Texto Ordenado”.
- [27] Negri, Juan Javier, *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [28] La norma hace referencia al caso de que se trate de alcanzar el control directa o indirectamente, en forma individual o concertada, en uno o más actos sucesivos. Al mismo tiempo el término “control” es empleado como sinónimo de participación significativa, la cual es toda participación accionaria no menor al 35%.
- [29] Conf. considerando 3° de la Resolución General 401/2002.
- [30] Conf. artículo 22 del dec. 677/2001.
- [31] Conf. considerando 4° de la resolución general 401/2002. Por su parte, en las denominadas ofertas de retiro de oferta pública, el decreto dispone que “el régimen de retiro de la oferta pública tiene por objeto garantizar a los inversores un precio equitativo valuado conforme a pautas de mercado, que en ningún caso podrá resultar inferior a la cotización media de los valores durante el último semestre inmediato anterior a la adopción del acuerdo de retiro” (Ver considerando 5° de la resolución general 401/2002).
- [32] A salvo el supuesto comprendido por la adquisición forzosa de acciones, en el caso particular, de las participaciones residuales (artículos 25 a 30 del dec. 677/2001). Éste plantea un tema no menor cual es el de la confrontación de derechos que produce la compraventa compulsiva de acciones. Así se expresa que “...el decreto 677/2001 justifica la incorporación de la enajenación o adquisición de las acciones residuales con carácter obligatorio, en base al mayor desarrollo de la eficiencia estructural societaria y a la protección legal del inversor y de los accionistas minoritarios. Si bien tal argumentación tiende a mayor optimización del sistema de oferta pública de adquisición, su mecánica acarrea la vulneración de derechos de raigambre constitucional. La obligación de venta de sus acciones al minoritario, o su correlato de compra al controlante, es, sin duda, una limitación al ejercicio de los derechos de ‘libre concentración’ y ‘propiedad’ amparados por el artículo 14 de la Carta Magna” (Bacqué, Eduardo, *Mercado de capitales...*, cit., nota 10). Ver también sobre el particular a: Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [33] Conf. Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [34] Comprensiva a su vez de las OPAs obligatorias: i) en caso de fusión con una sociedad *holding*, ii) en caso de toma de control indirecto de sociedad *holding*, iii) en caso de fusión con una sociedad tenedora de acciones de una tercera sociedad y iv) en el caso de toma de control de una sociedad tenedora de acciones de una tercera (Conf. Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.).
- [35] Conf. Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4. Para ampliar sobre aquellos supuestos ver al citado autor quien efectúa un tratamiento particularizado de cada uno de ellos.
- [36] Conf. Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [37] Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [38] Ver para ampliar a: Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.
- [39] Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4. Para ampliar sobre el particular ver: Verly, Hernán, *El decreto 677/01 y la adquisición compulsiva de participaciones residuales*, ED 206-875, tal autor expresa: “El mentado decreto 677/01 y la Resolución General 401/02 de la Comisión Nacional de Valores regulan diversas modalidades de OPAs, algunas de ellas de carácter voluntario y otras de carácter obligatorio. Sin perjuicio de las precisiones conceptuales que nos permitiremos hacer más adelante, la llamada oferta pública de adquisición de participaciones residuales regulada por los arts. 25 a 30 del decreto 677/01 puede, prima facie, considerarse comprendida en esta segunda categoría. Como corolario de este régimen, las personas que tengan el control casi total de una sociedad anónima pueden emitir una declaración unilateral de voluntad de adquisición de la totalidad del capital social remanente en poder de terceros (art. 25 inc. b). Cumplidos los recaudos atinentes a la fijación y depósito del precio y a la publicidad del procedimiento, la persona controlante eleva a escritura pública la declaración de adquisición que, conforme al art. 29 del decreto 677/01 convierte de pleno derecho a la persona controlante en titular de las acciones”. En este mismo sentido, Van Thienen, Pablo A., *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)*, ED 206-981, 2004.
- [40] Conf. Negri, Juan J., *Las ofertas públicas...*, cit., nota 4.