

## OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN EL DECRETO 677/01

ANA CAROLINA GONZÁLEZ

### SÍNTESIS

En la década de 1990, los países más desarrollados fueron el escenario de una notable cantidad de fusiones y adquisiciones que generaron conglomerados corporativos de significativas dimensiones<sup>1</sup>. En ese contexto, los principios promovidos por el *Corporate Governance* se han visto vigorizados, orientándose, en lo sustancial, a su aplicación a estos grandes grupos empresarios, los que, en su mayoría, listaron sus títulos en Bolsas de Valores.

---

<sup>1</sup> ...“De acuerdo con la información provista por Thomson Financial Securities Data, el volumen de transacciones Latinoamericanas anunciadas alcanzó un récord de \$39.496 millones de dólares durante el primer semestre de 1999. A pesar de que el número de transacciones anunciadas en la primera mitad de 1999 descendió de 555 a 416, el total de transacciones de M&A aumentó un 3% con respecto al mismo período del año anterior, y 45% con respecto al mismo período de 1997, indicando una mayor proporción de transacciones de mayor valor [...] Argentina se situó en el primer lugar luego de demostrar la mayor actividad en M&A en el primer y el segundo trimestre de 1999, y registró el 54.7% del volumen de transacciones de M&A Latinoamericanas. El número de transacciones de M&A que afectaron a sociedades argentinas durante los primeros 6 meses de 1999 alcanzó los \$21.6 billones de dólares, representando un significativo aumento del 122% con relación al mismo período de 1998. Más aún, Argentina anunció la mayor transacción durante el primer semestre de 1999: la adquisición del 85% del capital accionario de YPF S.A por Repsol, valuado en \$18 billones de dólares [...] Fundación Invertir: <http://www.invertir.com/news/nr7951.html>.

Debemos entender al término “Gobierno Corporativo” derivado de su traducción del idioma inglés *Corporate Governance*, como aquel conjunto de reglas y provisiones que, siendo de aplicación interna a las sociedades comerciales, pretenden lograr un desempeño profesional, transparente y hasta podría decirse, ético, sirviendo al fin último que es la protección jurídica al inversor o accionista minoritario, en especial, de sociedades abiertas o admitidas al régimen de la oferta pública.

En respuesta a la tendencia antes mencionada, el 28 de Mayo del 2001 fue sancionado el Decreto 677/01<sup>2</sup> (en adelante el “Decreto”), con el objetivo de servir como una herramienta más para escapar de la ardua situación económica, la cual, se condicen los economistas y doctrinarios de esa materia, sólo puede superarse a través del avance y desarrollo provistos por la inversión privada; tanto nacional como extranjera.

Teniendo en miras la antedicha protección a los inversores en valores negociables, la nueva normativa incorpora la modalidad de Ofertas Públicas de Adquisición Obligatoria (en adelante “OPAs Obligatorias”), modificando el anterior régimen, y presentando ciertas cuestiones que, con certeza, corresponderá a la Comisión Nacional de Valores (“C.N.V”), en su rol regulador, clarificar y delimitar.

Este trabajo destaca las inquietudes que suscita la nueva regulación, y propone soluciones concertadas con el espíritu de protección al inversor que tanto el Decreto como la normativa en su conjunto detentan.

## **I. CONTROL SOCIETARIO Y OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES**

La ley de Sociedades Comerciales 19.550, modificada por la ley 22.903 (en adelante “la Ley de Sociedades”), en su artículo 214 expresamente dispone el principio de libre transmisibilidad de las acciones, penando con nulidad cualquier cláusula del estatuto que abierta o veladamente prescriba la prohibición de este principio. La norma refleja la realidad por la cual las acciones de una sociedad abierta se traducen en instrumentos de inversión, y se tornan en elementos representativos del capital social, dejando de lado su virtualidad como factores descriptivos de los restantes derechos y deberes propios de quienes sean titulares de las mismas.

---

<sup>2</sup> B.O. 28/05/2001.

Al tratarse de una sociedad sujeta al régimen de la oferta pública, notoriamente surge el divorcio existente entre la mera tenencia de los títulos accionarios y el real y efectivo poder de decisión, o efectivo control de la compañía, entendido éste como la participación directa en el desarrollo, fijación, determinación y aplicación de ciertas políticas comerciales. Resultaría entonces necesario para el inversor interesado, contar con la suficiente cantidad de votos como para lograr imponer su postura en la Asamblea de accionistas (tanto ordinaria como extraordinaria) y, de esa manera, formar la voluntad social del ente.

En caso que las negociaciones entre el grupo de control y los interesados en adquirirlo no arrojen resultados positivos para ambas partes, surge la justificación de las Tomas de Control Hostil<sup>3</sup>. De esta manera, los interesados lanzan al mercado una Oferta Pública de Adquisición Acciones ("OPAs"), la que se fundamenta en el caso de las sociedades abiertas a razón de la antedicha atomización accionaria.

## II. ACCIONISTAS MINORITARIOS

No resultaría apropiado interpretar a los accionistas minoritarios como individuos o sujetos indefensos e inadvertidos de los avatares y circunstancias que puedan afectarlos como tales accionistas. La experiencia en materia de mercados de capitales en la Argentina demuestra que la inversión minorista o individual (entendida ésta como aquella en cabeza de personas físicas individuales o condóminas de títulos accionarios) es manifiestamente escasa, y por el contrario, los inversores denominados "Institucionales" o "Calificados"<sup>4</sup> son titulares de las porciones minoritarias del capital de empresas abiertas, e invitados mediante las OPAs a vender sus tenencias.

A título de ejemplo, vale mencionar que al 30 de Abril del 2001, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones ("AFJPs") mantienen el 12,15% del total de los fondos de la seguridad social sujetos a inversión en acciones de sociedades anónimas y acciones de empresas privatizadas. Este porcentaje representa un total de 2.623 millones de pesos, aproximadamente<sup>5</sup>. Como consecuencia de

<sup>3</sup> Mariano GAGLIARDO, *Tomas de Control Societario y Medidas Defensivas*, 1º Edición, Ad-Hoc, Buenos Aires, 1993, págs.45 y ss.

<sup>4</sup> El Capítulo VI, del Libro I de las Normas de la C.N.V, reglamenta el Decreto 1087/93, que facultó la emisión de Obligaciones Negociables por parte de Pequeñas y Medianas Empresas, y determina que este tipo de títulos sólo podrían ser adquiridos por tales Inversores Calificados, a los que define en su artículo 25.

<sup>5</sup> Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. [www.safjp.gov.ar/docs/estc19.htm](http://www.safjp.gov.ar/docs/estc19.htm).

este importante caudal de fondos, no resulta extraño comprender la relevancia de los inversores minoritarios, como también son comprensibles los reclamos que, en este sentido, las AFJPs, en particular, manifiestan públicamente.<sup>6</sup>

### III. NUEVO RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

El artículo 22 del Decreto impone las directivas para la realización de OPAs, a las que, en virtud de la calificación del artículo 23, denominaremos en este acápite como Optativas.

Determina como objeto de regulación las OPAs realizadas por las acciones de las sociedades abiertas, mientras que diferencia a las OPAs Obligatorias en tanto las últimas afectan no sólo a los accionistas, sino 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*. Se diferencia así de lo vigente hasta la actualidad en este respecto, ya que el artículo 23 del Capítulo XVII, del Libro VI de las Normas de la C.N.V. no diferenciaba entre OPAs Obligatorias y Optativas, como tampoco incluía a tenedores de obligaciones negociables convertibles en acciones como sujetos a ser tenidos en cuenta por potenciales ofertantes bajo éste sistema.

A lo largo de 13 incisos, artículo 22 del Decreto impone la obligación a la C.N.V. de regular aspectos ya legislados<sup>7</sup>, e incorpora

<sup>6</sup> ... "La participación de las AFJPs contribuiría a una mayor transparencia" Rafael Ber, Director de Argentine Research [...] "Desde la misma Superintendencia de Administradora de Jubilaciones y Pensiones -SAFJP- afirman que la ley que regula el sistema previsional no especifica cuál debería ser el comportamiento de las administradoras en materia de derechos políticos. "La participación de las AFJPs contribuiría a aumentar la transparencia, sobre todo a en las empresas pequeñas y con poca apertura de capital", analiza Ber. Uno de los pocos aspectos que está en "blanco sobre negro" es el que obliga a las administradoras a asistir a las asambleas de accionistas cuando cuenten, como mínimo con el 2 por ciento del capital social [...] pero cualquier intento de actuar coordinadamente, al menos en el campo de lo formal, está vedado ya que se les prohíbe recurrir a la sindicación de acciones para sumar fuerzas. "Creo que las AFJPs deberían tener injerencia en la toma de decisiones como representantes de semejantes volúmenes de inversión", afirma Pablo Sacheri, gerente de Inversiones de Futura AFJP. [...] Extracto de la nota Management. Los socios del Silencio, Revista Apertura, Marzo 2001, págs. 67 y ss.

<sup>7</sup> Tales como los mencionados en el inciso a) igualdad de tratamiento entre los accionistas, tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición; en el inciso b) plazos razonables y suficientes para que los destinatarios dispongan de tiempo adecuado para adoptar una decisión respecto de la oferta, así como el modo de cómputo de esos plazos, y c) obligación de brindar al inversor la información detallada que le

### A) TIPOS DE OFERTAS. GARANTÍAS

El inciso d) del artículo 22 permite la realización ofertas irrevocables o sujetas a condición. Modifica, también en este sentido, la regulación anterior, ya que la misma prescribía la irrevocabilidad de las ofertas salvo en lo que hiciere al precio de las acciones, inicialmente propuesto<sup>8</sup>.

Por otro lado, incorpora la posibilidad -librada a la futura regulación- de disponer el otorgamiento de **garantías** por parte de los oferentes, que diferirían según que la contraprestación ofrecida fuera en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por el oferente. Pero de la redacción del inciso puede interpretarse que en cualquiera de los casos dicha garantía sería exigible, variando solamente su graduación y monto según la modalidad de la contraprestación.

En consecuencia de lo ordenado en esta sección del Decreto, corresponderá a la C.N.V. regular, entre otros factores, la forma de otorgamiento de la garantía; las causales de ejecución de la misma, la determinación de los legitimados para reclamarla; el plazo de mantenimiento y vigencia; y el sistema de atribución entre la totalidad de los legitimados, el que, seguramente, responderá al prorrateo de la garantía de acuerdo al porcentual accionario de cada uno de ellos.

Surge la inquietud con respecto a los tipos de garantías que el órgano de contralor exigiría a los oferentes. Sin embargo, válidamente puede descartarse que, en todos los casos, se referirá a una cautela o garantía real.

Vale cuestionarse, además, cuáles serían las causas o motivos de ejecución de las garantías otorgadas. En tal sentido, podría entenderse como una liquidación prácticamente automática de los daños que pueda causar el incumplimiento de, por ejemplo, la entrega oportuna de la contraprestación. Pero de ser así, se estaría en presencia de un sistema de reclamo y ejecución de los daños sufridos distinto del establecido por el procedimiento aplicable a las OPAs obligatorias, el que dispone la caducidad de la venta de los títulos que no hubieren sido abonados en el término indicado<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> permita adoptar su decisión contando con los datos y elementos necesarios, entre otros.

<sup>8</sup> Art. 23, Punto 1.3, Capítulo XVII, Libro VI de las Normas C.N.V.

<sup>9</sup> Art. 30, penúltimo párrafo del Decreto 677/01.

El Capítulo III del Decreto, en su artículo 15 incluye la figura del Comité de Auditoría, el que deberá componerse de manera colegiada, por tres o más miembros del Directorio, y deberá contar con una mayoría de “directores independientes”.

Entre las funciones que se le asignan, los miembros del Comité deberán emitir opinión fundada sobre las operaciones con partes relacionadas, y comunicar a las entidades autorreguladas la existencia de un conflicto de intereses en la sociedad en la que se desempeñan<sup>10</sup>, cuando conocieran tal circunstancia.

Si bien el inciso e) del artículo 22 expresamente asienta en cabeza del directorio la obligación de expedirse con respecto a la conveniencia de la OPA que afectara a la sociedad, resultaría sumamente interesante, de plantearse, el caso en que la opinión del Directorio sea notoriamente diferente de la opinión del Comité de Auditoría. Pero para arribar a esta circunstancia debería asumirse la eficiente actuación del Comité de Auditoría el que, ciñéndose a lo previsto en el inciso e) que aquí se comenta, no estaría obligado a pronunciarse sobre el asunto, como tampoco a informar a la C.N.V. sobre dichas opiniones.

El organismo de contralor deberá, entonces, amparar esta situación, la que podría subsanarse mediante un sistema de información a los accionistas en el cual se notifiquen tales circunstancias, y se detallen las divergencias entre las opiniones del Directorio y del Comité de Auditoría.

### C) *OFERTAS COMPETIDORAS*

En principio, y a fin de determinar qué es una “oferta competidora” debería estarse a la primera de las OPAs efectuadas, considerada de manera cronológica, para poder contar con un parámetro que sirva a los fines de determinar la “competencia” entre unas y otras.

El inciso f) del artículo 22 resulta confuso, ya que podría interpretarse que los oferentes posteriores al primero de ellos quedarían sujetos a un régimen de OPA con distintas características. La reglamentación de un régimen diferenciado para aquellas ofertas que pudieran considerarse “competidoras” de otras no parece aconsejable. Por el

---

<sup>10</sup> Art. 15, inc. h) del Decreto 677/01.

contrario, homologar las exigencias y requisitos a todos los interesados en el paquete accionario que fuera blanco de las OPAs Optativas redundaría en una mayor seguridad jurídica para todas las partes intervinientes.

Ante la existencia de ofertas competidoras; la C.N.V. debería determinar la facultad de los accionistas de optar por la más beneficiosa de las OPAs autorizadas. A tales efectos, la regulación tendría que ordenar al órgano de administración (y/o del Comité de Auditoría) la confección de un cuadro comparativo de los términos, condiciones y precio, por ejemplo, de todas las ofertas registradas. Los accionistas tendrían a su disposición los resultados de dicho cuadro comparativo para una eficaz y concienzuda decisión, equiparando, de este modo, la venta accionaria a un sistema de transparente "licitación" de los títulos valores.

#### D) ACTIVIDADES FUTURAS

El Decreto incluye en el inciso h) del artículo 22 la obligación de informar sobre las actividades futuras de la sociedad, en el supuesto que los oferentes accedieran al control de la misma.

Esta información puede resultar de suma importancia para aquellos accionistas que no opten por deshacerse, en virtud de la OPA, de sus tenencias. Pero ¿qué sucedería en el caso que los ofertantes resulten controlantes de la sociedad y las actividades comerciales variarían de las informadas al realizar la oferta de adquisición? ¿Podría entenderse éste como un supuesto de ejecución de la garantía oportunamente otorgada, en caso que la misma estuviera aún vigente? Pero, de ser así, ¿podrían considerarse los accionistas legitimados a pesar de no haber, precisamente, aceptado desprenderse de sus acciones?

Amén de la solución brindada por el artículo 245 de la Ley de Sociedades, los accionistas disconformes con el incumplimiento de los adquirentes en tal sentido deberían verse amparados por la regulación que expresamente obligue a los últimos a adquirir sus acciones, al mayor valor que resulte de la comparación entre el precio que oportunamente hubieran abonado a los aceptantes de la OPA y el valor promedio de cotización de las acciones durante el lapso transcurrido desde la oportunidad en que asumieron el control de la sociedad y la fecha de la Asamblea en la que los accionistas disconformes expresaran su voluntad de ejercer el derecho de receso. El precio debería ser abonado únicamente en dinero.

### E) OBSTÁCULOS A LAS OPAS Y A LA ACTIVIDAD DE LA SOCIEDAD

Notoriamente flaquea el Decreto al momento de sancionar los incisos k) y l) del artículo 22, en tanto por un lado prohíbe cualquier acción por parte del Directorio que obstaculice el desarrollo de la oferta, pero permite una excepción a esta regla en caso que los accionistas lo hubieran previamente autorizado a hacerlo, en virtud de la decisión adoptada por una Asamblea celebrada durante el plazo de vigencia de la oferta.

Si la OPA significara un beneficio a los accionistas minoritarios interesados en aprovechar la oferta y desprenderse de sus tenencias accionarias, podrían ser damnificados, a tales efectos, por las medidas que el órgano de administración estuviera legitimado de llevar a cabo y dificultarían el desarrollo de la OPA.

Por su parte, el inciso l) determina que la C.N.V. promoverá regulaciones que garanticen el desempeño normal de las actividades de la sociedad durante el término en que sus acciones sean objeto de una OPA, y que tales actividades no se verán entorpecidas *“durante más tiempo del razonable”*.

Es decir, efectivamente las actividades podrían verse obstaculizadas por la OPA, pero corresponde entonces a la C.N.V. definir y delimitar el término que debería entenderse por *“razonable”*. Además, esta facultad del órgano de administración (recuérdese que fue designado con el voto de los accionistas controlantes), puede ser una eficaz herramienta para la promoción de medidas defensivas contra la OPA favorables a los accionistas disconformes con la misma, la que, como expresáramos, podría ser beneficiosa para los accionistas minoritarios, desviando sus esfuerzos del impulso de políticas comerciales de desarrollo y crecimiento en beneficio del interés social.

### IV. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIA

A fines de regular esta nueva modalidad de OPAs, el Decreto incorpora -de manera desordenada- conceptos que con certeza enervan algunos principios vertebrales de la legislación societaria y corporativa.

Así, incluye los términos *“Participación Significativa”*, *“Control casi Total”* y *“Participaciones Residuales”*, entre otros, sin reflejar en su texto una adecuada política legislativa ni de definiciones, contenidos y naturaleza de estos nuevos *“institutos”*. Tampoco se desprenden los beneficios para la sociedad o los accionistas minoritarios que a



razón de tales inclusiones podrían venir aparejados.

#### A) PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA

Habrà "Participación Significativa" cuando un inversor, o grupo de ellos, sea titular del 35% o más de las participaciones accionarias de una sociedad. La adquisición de este porcentual, o uno mayor, debe ser ineludiblemente llevada a cabo mediante la realización de una OPA Obligatoria, en tanto y en cuanto la adquisición de la Participación Significativa importe acceder al **control** de la sociedad. No resulta clara la incorporación, ya que con sólo haber determinado la obligación de practicar una OPA a quienes procuren el control societario hubiera sido suficiente.

Disociado de la realidad, el Decreto impone la obligación a aquellas adquisiciones realizadas mediante un único acto, o bien a través de sucesivas adquisiciones que, según lo previsto en el tercer párrafo del artículo 23 del mismo, puedan ser consideradas operaciones sujetas al "principio de libre negociación", es decir que no alcancen el porcentual indicado.

En caso que un adquirente no hubiera realizado la OPA Obligatoria en oportunidad de la primera de esa sucesión de operaciones, entonces habrá de estarse a la sanción impuesta por el modificado (también por el Decreto) artículo 6º, inciso h) de la Ley 17.811, el que somete los actos "*contrarios a la ley, a las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, al estatuto o a los reglamentos*" a la declaración de irregularidad e ineficacia **a los efectos administrativos**. Sin perjuicio de esto, la actuación en contravención a lo normado, puede ser sujeta al procedimiento arbitral también incluido por el Decreto en su artículo 38, a instancias de la C.N.V.

A fin de promover la prevención de tales incumplimientos, tal vez hubiera sido más efectivo sancionar a los infractores con la obligación de practicar una OPA a los restantes accionistas minoritarios que fueran ajenos a las anteriores operaciones, e imponerles el cargo de efectuar la compra de las acciones al valor mayor resultante de comparar el precio más alto abonado a los anteriores accionistas y el valor de cotización más alto alcanzado por los títulos durante el término transcurrido entre la primera de las operaciones efectuadas y el momento en que los accionistas que no fueron invitados a vender sus tenencias hubieran tomado conocimiento de la infracción.

Pero, a tales fines resultará tarea de la C.N.V. regular el plazo dentro del cual deberán computarse aquellas sucesivas adquisiciones anteriores a la OPA Obligatoria, y realizadas en contravención a lo

dispuesto en el artículo 23.

Sin embargo, podría interpretarse, amén de la criticable técnica legislativa adoptada, que esta normativa pretende evitar, aunque de manera crédula, la adquisición “hormiga”, orientada a un objetivo mayor cual es la toma de control de una sociedad. Pretende, posiblemente, evitar un tratamiento dispar entre los accionistas vendedores en distintas etapas y oportunidades en las que el inversor interesado hubiera adquirido las fracciones accionarias.

### *B) RÉGIMEN ESTATUTARIO OPTATIVO DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIA*

Surge ya del título impuesto al artículo 24 del Decreto la contradicción que signa a todo el contenido del mismo. Si el Decreto impone la obligación de llevar a cabo OPAs Obligatorias en determinados casos, ¿cuál es el objetivo perseguido con la inclusión de este Régimen?

Con independencia de la voluntad social, ya sea que el ente fuera el objetivo de una toma de control, como que actuara en carácter de ofertante por el control de otra sociedad, y en virtud de la obligatoriedad impuesta por el Decreto en las adquisiciones de control social, estaría resguardado en el primero de los casos, así como debería ineludiblemente llevar a cabo una OPA Obligatoria en el segundo.

El Decreto fija pautas de adhesión o no al régimen, pero no expresa en qué consiste el mismo, ni si se diferencia en algo de la imperativa Oferta Pública de Adquisición Obligatoria.

Presume la adhesión automática tanto para las empresas que de capital ya abierto como para aquellas que lo hagan con posterioridad a la entrada en vigencia de la reglamentación que disponga la C.N.V., pero a la vez brinda medidas de excepción a dicha adhesión automática.

No se desprenden de esta norma ni la intencionalidad de la medida ni las ventajas que la adhesión o no al Régimen pudieran significar a las sociedades o a los accionistas minoritarios. Por el contrario, podría resultar un buen ejemplo de la interpretación antes mencionada, en virtud de la cual el Decreto consiste en una mera aplicación de principios que pueden ser sumamente útiles en países con legislaciones que permiten una mayor autoregulación en materia societaria que la admitida por la Ley de Sociedades argentina.

### C) CONTROL CASI TOTAL Y PARTICIPACIONES RESIDUALES

En sus artículos 25 y 26 el Decreto modifica tácitamente la Ley de Sociedades al momento de incorporar el concepto de "Control casi Total", incluyendo una nueva categoría además de las reguladas por artículo 33 de ese cuerpo legal, tales como las sociedades controladas y las vinculadas.

Serán consideradas sociedades sujetas al "Control casi Total" de una persona física o jurídica que, directa o indirectamente, ostente el 95% o más de su capital social. En estos supuestos los accionistas minoritarios son entendidos como tenedores de "Participaciones Residuales".

Además equipara a los accionistas minoritarios a todas aquellas personas que sean titulares de valores convertibles.

Esta igualación resulta alarmante ya que la naturaleza jurídica de accionistas y tenedores de obligaciones negociables convertibles en acciones es manifiestamente diferente. Expresamente el artículo 20 de la ley 23.576, modificada por la ley 23.962, considera a los últimos accionistas desde que "*notifiquen su decisión [de ejercer la opción de conversión] a la sociedad por medio fehaciente*". Dado que, según se expresa más abajo, las Participaciones Residuales pueden ser objeto de una Declaración de Adquisición por parte de la sociedad controlante, y esto importaría el retiro del régimen de la oferta pública de la emisora de las Obligaciones Negociables ("O.N.") convertibles, la equiparación ordenada podría justificarse en el artículo 15 de la misma ley 23.576, en tanto dispone que se requerirá el consentimiento de la asamblea de obligacionistas en la eventualidad que la sociedad solicite la autorización para el retiro de la emisora del régimen de la oferta pública.

Pero la simple y llana consideración de obligacionistas y efectivos accionistas bajo el mismo concepto de "accionistas minoritarios" demuestra un incorrecto criterio legislativo.

Además, es importante sostener que la opción de conversión en títulos valores es una exclusiva facultad de los tenedores de las O.N. convertibles<sup>11-12</sup>, y que como tal no cabe más que considerar a dicha

<sup>11</sup> Art. 5 de la ley 23.576.

<sup>12</sup> "...El titular de la opción, el obligacionista, está colocado en una situación jurídica autónoma, consistente en el derecho de poder determinar la verificación de los efectos contractuales, sin que sea menester, para que sea considerado socio, cooperación alguna por parte del emisor. Ésta es la situación en la obligación convertible stricto sensu, tal cual la ha diseñado la ley, puesto que el obligacionista se transforma en accionista por su declaración de voluntad sin que sea necesaria ninguna otra declaración volitiva ulterior de la sociedad..."

facultad como un derecho en expectativa, más no un efectivo y ejercido derecho de participación en el capital social de la emisora.

En autos "C.N.V. c/Garovaglio y Zorraquín S.A. s/Apelación de Resolución de Organismo Externo"<sup>13</sup>, la juez preopinante, Dra. Ana I. Piaggi expresó:

*"...En el "sub-examine" se procura determinar si los inversores que verían modificadas las condiciones tenidas en mira al comprar las acciones de la sociedad, cumplieron bajo la vigencia de la norma derogada o modificada (estatuto originario) todas las condiciones sustanciales y los requisitos formales previstos en aquél para ser titular del derecho de marras. Derecho que -según lo dictaminado por la Gerencia de Emisoras a fs. 409/11 del Expte. 531/96-, estaría cristalizado en las actuales expectativas para negociar las acciones de su titularidad: atendiendo a que la exigencia de incluir en caso de una oferta pública de adquisición a la totalidad de las acciones, limitaría probablemente el número de potenciales interesados. Si referimos a "la actual expectativa para negociar las acciones", no estaremos refiriéndonos a derechos adquiridos; por cuanto la situación jurídica general creada por la ley aún no se ha transformado en una situación jurídica concreta e individual en cabeza del sujeto..."*

Siguiendo la línea lógica emanada de la jurisprudencia citada, y lo expresamente regulado en el artículo 20 de la ley 23.576, resultaría demostrada la incorrección de equiparar obligacionistas a efectivos accionistas.

#### D) DECLARACIÓN DE ADQUISICIÓN

El inciso e) del artículo 26 del Decreto también interfiere con la Ley de Sociedades, por cuanto dispone que serán legitimados a exigir los derechos de los accionistas minoritarios aquellos **que tengan tal carácter a la fecha en que la sociedad quedó sometida a control casi total.**

Se fija un procedimiento de notificaciones a la C.N.V. por parte de los controlantes, quienes deberán informar la situación de Control casi Total a la que hubieran accedido, y se estipula el plazo de seis meses contados desde fecha en que se produjo la asunción del Control casi Total para emitir la "Declaración de Adquisición", la que consiste en una modalidad distinta a la de la OPA Obligatoria, pero de idénti-

---

Carlos G. YOMHA, *Tratado de las Obligaciones Negociables*. Depalma, Buenos Aires, 1994, págs. 291 y 292. El texto resaltado no corresponde al original citado.

<sup>13</sup> Cámara en lo Comercial de la Capital Federal, Sala B, 19 de agosto de 1997.

cos efectos.

También faculta a los accionistas a solicitar a la C.N.V. la investigación sobre la posible existencia de una situación de control casi total, pero no exige que la presentación sea hecha por accionistas que representen un porcentaje mínimo del capital social, contradiciendo el espíritu de intervención estatal restrictiva del artículo 114 de la Ley de Sociedades, y el consecuente método de extinción de vías societarias que se desprende, en este caso, del artículo 294 en sus incisos 6 y 11, permitiendo a los accionistas la actuación individual, peticionando directamente al órgano de contralor.

Dentro de los diez días posteriores de producido el Control casi Total, la controlante deberá notificar tal circunstancia a la C.N.V. Pero siguiendo el esquema de legitimación impuesto, resultaría válido entender que quienes adquieran, de buena fe, en ese lapso las porciones accionarias no estarían legitimados para ejercer los derechos de accionistas minoritarios, entre ellos el de reclamar a los controlantes la emisión de una Declaración de Adquisición. Por otro lado, y en el supuesto que éstos omitiera su obligación de informar, podría transcurrir un período mucho mayor desde que la sociedad quedó bajo Control casi Total hasta que los accionistas minoritarios fueran notificados de esa situación.

Esto podría consistir en una limitación al principio de libre transmisibilidad de las acciones del artículo 214 de la Ley de Sociedades, dado que el accionista minoritario que dispusiera de sus acciones en el término en el que la controlante todavía no hubiera emitido la Declaración de Adquisición podría ser atacado por el adquirente de buena fe, quien no estaría legitimado para el ejercicio de sus derechos como tal al momento de operar, finalmente, la propuesta de compra por parte de los accionistas controlantes.

#### E) *RETIRO DE LA OFERTA PÚBLICA*

Como corolario del procedimiento de OPAs Obligatorias incorporado por el Decreto, el artículo 28 dispone que dentro de los cinco días desde la emisión de la Declaración de Adquisición, los controlantes deberán solicitar a la C.N.V. la autorización para el retiro de la oferta pública, lo que resulta comprensible en virtud de no quedar tenencias dispersas entre inversionistas y accionistas minoritarios.

Sin embargo, llama poderosamente la atención el artículo 29 el que escueta y extrañamente determina que las sociedades que hubieran sido objeto de una Declaración de Adquisición **no** serán regidas por lo dispuesto en el artículo 94, inciso 8 de la Ley de Sociedades.

No profundiza la norma sobre esta determinación, ni clarifica cuál sería, en consecuencia de la no aplicación del artículo 94, inciso 8 de la Ley de Sociedades, la solución brindada a la sociedad de un solo socio que resultaría ser la empresa adquirida, con el 100% de sus capital social en poder de quien fuera el accionista controlante.

Violenta uno de los elementos esenciales de la sociedad comercial, que surge del artículo 1° de la Ley de Sociedades, cual es la pluralidad de socios. Al mismo tiempo, desprotege a los terceros contratantes con la sociedad, quienes no contarán con el beneficio de la responsabilidad solidaria entre la sociedad –momentáneamente en virtud del artículo 94, inciso 8- unipersonal y la persona del único socio.

Será, seguramente, esta prescripción del artículo 29 objeto de modificaciones que, eventualmente, subsanen tamaño absurdo jurídico.

## V. CONCLUSIONES

La nómina de defectos y anomalías puntualizadas en este trabajo responden a un criterio selectivo radicado sobre las figuras de las Ofertas Públicas de Adquisición y el nuevo régimen impuesto por las Ofertas Públicas de Adquisición Obligatoria incorporadas por el Decreto 677/01.

No resulta reprochable la intencionalidad tenida en miras -seguramente- al momento de promover su sanción. Pero, lamentablemente, las buenas intenciones no sirven a los propósitos prácticos y eficientes que pudieron haber sido el objetivo de esta norma.

Es indiscutible que la transparencia en el desarrollo de los negocios, en general, y en los mercados de capitales, en particular, resultan indispensables para el avance y crecimiento económico de los actores y de la Nación en su conjunto. Sin embargo, la mera sanción de normas y regulaciones no sólo no implica la solución a los problemas, sino que aún peor, puede devenir en mayores desilusiones al momento de demostrar su ineficacia a los fines de brindar los resultados pretendidos y prometidos por su intermedio.

Los principios de Gobierno Corporativo han sido extensamente estudiados, delineados y fomentados por diversos organismos, en su mayoría provenientes de países más desarrollados que la Argentina. Así, y entre los más sobresalientes, podemos destacar -a comienzos de los años '80- al *American Law Institute* y los *Principios del ALI*; el Informe Cadbury, de origen británico y emitido por el *Financial Reporting Council*, la Bolsa de Londres y las agrupaciones de profesio-

nales contables, de 1992; el Informe Drey de 1994, en Canadá; el Informe Vienon de 1995, en Francia; el Informe Olivencia de 1998, en España, y los *Corporate Governance Principles -a Japanese View-* de 1997, en Japón, entre muchos otros<sup>14</sup>.

Todos estos informes y análisis tienen en común el criterio rector que supone el éxito de los mismos: la aplicación de manera voluntaria y no forzosa, sino como componentes estatutarios, espontáneamente adoptados y que por tal liberalidad, precisamente, en su adopción, generen la confianza de los inversores y del mercado. Ese es, finalmente el objetivo perseguido.

En la Argentina la decisión fue la contraria. Si bien en los Considerandos del Decreto se reconocen a los Principios enunciados por el *American Law Institute* como la base tenida en cuenta para la redacción del mismo, no respetó el Poder Ejecutivo la sugerencia de ese y todos los demás organismos antes indicados con respecto a la libertad de adopción de tales Principios por parte de las empresas emisoras, y optó por encorsetarlos en una normativa confusa y por momentos contradictoria.

El derecho comercial, en sus orígenes con la *Lex-Mercatoria* y en la actualidad con la tendencia impuesta por la globalización, se orienta a la autoregulación y al imperio de la voluntad contractual. Hubiera sido esta una excelente oportunidad para educar a las empresas argentinas, y a los inversores extranjeros con actividad comercial aquí, promoviendo, fomentando e informando sobre los Principios de Gobierno Corporativo, e instado enfáticamente la adopción de los mismos.

Resulta notorio que la realidad económica argentina, en este momento, requiere de medidas de más urgente implementación para acceder al crecimiento y avance económicos. Medidas proactivas, de mitigación de las cargas tributarias, impulsoras de la actividad comercial y del acceso al crédito no se ven reflejadas en el Decreto 677/01, el que, mediante la imposición informativa que sobreabunda en su contenido, notoriamente desconoce y olvida a las Pequeñas y Medianas Empresas, las que definitivamente no contarán con los medios para dar cumplimiento a lo exigido en esta nueva normativa, y se verán impedidas de acceder, por lo menos en lo inmediato, al régimen de la Oferta Pública.

---

<sup>14</sup> Nómima de elaboraciones enunciada, entre otras, por el Dr. Luis Antonio Velasco San Pedro, en su obra *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Corporate Governance) en España: "El Informe Olivencia"*, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, ed. Depalma, 2000, Año 33, págs. 398 y ss.