

OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES COTIZADAS. LA CONFIGURACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO

Daniel Vergara del Carril

SUMARIO

Las ofertas públicas de adquisición de acciones cotizadas (OPA) pueden ser voluntarias u obligatorias. Las voluntarias no generan problemas porque quien las formula puede ofrecer un determinado precio que no necesita ajustarse a determinadas pautas, habida cuenta de su carácter voluntario. En las obligatorias, en cambio, el precio debe ser equitativo. La ley de mercado de capitales 26.831 y luego la ulterior 27.440 han fijado ciertas pautas para arribar al precio equitativo que, aunque válidas, no resultan suficientes para la realidad de nuestro mercado bursátil y de una economía afectada habitualmente por los efectos indeseados de una persistente inflación.

En los casos de retiro de cotización o de una OPA irresistible, las posibilidades que tienen los accionistas para objetar dicho precio en sede judicial o arbitral son muy acotadas por el breve término de impugnación y el reducido marco de cuestionamiento y elementos probatorios utilizables en la contienda, a lo que se suma que se trata de una temática muy centrada en ciertos criterios contables acotados que no le permiten al juzgador el necesario análisis de las circunstancias del caso y el funcionamiento anterior y posterior de la sociedad cuyo grupo controlante ha resuelto retirarla de la oferta pública y la cotización.



La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades (OPA) que cotizan en Bolsa es considerada como un aliciente para los accionistas minoritarios cuando se producen cambios en el control de la sociedad como consecuencia de un premeditado o deliberado cambio de control y en consideración a que los accionistas no controlantes puedan considerarse afectados por tal cambio que no siempre es el caso. Es preciso tener en cuenta que la toma de control debe ser voluntaria y no producto de un hecho ajeno a la voluntad de quien devino controlante, como podría ocurrir si como consecuencia de la restructuración de deuda

de una sociedad, llevada a cabo por ejemplo a través de una capitalización total o parcial de sus obligaciones negociables, algún acreedor de las mismas deviene controlante sin habérselo propuesto.

Su regulación proviene del decreto delegado 677/01 que constituyó por su importancia el segundo intento de legislación general de la oferta pública de acciones desde la ley 17.811/68 y tuvo como propósito esencial otorgar nivel legal a las normas y principios del gobierno corporativo. La Comisión de Valores (CNV) reguló la OPA en sus Normas y lo mismo hizo luego la denominada ley de mercado de capitales 26.831(LMC) con algunas modificaciones parciales en la reciente ley de financiación productiva 27.440.

La OPA obligatoria no se aplica solamente en casos de toma de control sino también en el supuesto de que una asamblea de accionistas con el voto controlante apruebe el retiro de cotización en cuyo caso la OPA puede ser formulada por la propia sociedad siempre que la adquisición se lleve a cabo con ganancias realizadas y líquidas o con reservas de libre disposición y acredite ante la CNV que cuenta con la liquidez necesaria y que dicho pago no afecta su solvencia. De no conformarse estos requisitos, o aún que existieran, la OPA queda a cargo de la o las sociedades controlantes, que es lo que habitualmente ocurre.

Un tercer caso de OPA obligatoria es la denominada declaración unilateral de adquisición de la totalidad del capital social remanente, también conocida como OPA residual. Ocurre cuando una persona física o jurídica, en forma directa o a través de otra u otras sociedades por ella controlada, llegue a ser titular del 95% o más del capital suscrito. En este caso se da la particularidad que cualquier accionista del remanente del 5% del capital podría provocar una OPA inversa para ser comprado. La diferencia es que el o los controlantes casi totales deben lanzar la OPA dentro del plazo de seis meses de operado dicho control, mientras que no hay plazo establecido para la solicitud de compra por parte de los accionistas integrantes del 5% del capital social. En nuestro mercado bursátil se han registrado varias OPA residuales por el controlante y solo un caso inverso, lo que demuestra el valor que el accionista minoritario le otorga a la permanencia de la cotización bursátil.

De otro lado, nada impide que se formule una OPA voluntaria. La diferencia estriba en que en este caso no es necesario atenerse a las pautas de fijación del precio equitativo, toda vez que el oferente no está obligado a lanzarla por disposición legal o normativa de la CNV y el destinatario de la oferta tiene libertad de acción para aceptarla o no.

En nuestro criterio las pautas del precio equitativo son insuficientes aún con algunos retoques formulados por la ley 27.440 y esa insuficiencia se torna más preocupante en la OPA residual a la que no puede oponerse o resistir la minoría que es comprada compulsivamente si el precio equitativo ofrecido, conforme

a las pautas legales que estimamos insuficientes, no es observado por la CNV que, en principio, tendría que atenerse a verificar la existencia de esas pautas. No obstante, ocurre que el art.98, inciso d) LMC, antes de establecer las pautas de precio equitativo dice que se pueden ponderar para su determinación “otros criterios aceptables” no incluidos entre los indicados en la mencionada norma que analizamos a continuación.

Antes de enunciar cuáles podrían ser los otros criterios aceptables a ser considerados, cabe advertir que en la enunciación del art. 98 citado hay pautas que no están alineadas con la realidad económica de nuestro país. Comenzamos por el valor patrimonial de las acciones, también conocido como valor libros. Durante mucho tiempo los efectos de la inflación y de las amortizaciones han horadado la importancia de tal valor patrimonial. Reconocemos que las recientes disposiciones sobre la confección de los balances ajustados por inflación, solo aplicables cuando se han superado altos niveles inflacionarios, permite un encumbramiento más realista de los valores patrimoniales, pero de todos modos insuficiente. Así lo revela el hecho de que, conforme a lo dispuesto en el art. 12, Cap. III de las Normas de la CNV (RG 622) es preciso que en su balance la sociedad cotizante informe sobre los seguros que cubren bienes tangibles para compararlos con sus valores contables y habitualmente sucede que dicho valor de aseguramiento resulta bastante superior que los valores contables, o sea que acaecido un siniestro el asegurador pagará un significativo mayor valor por el bien siniestrado. Se produce así una evidente contradicción entre la valuación de activos en el balance y el valor real de los activos tangibles conforme a su aseguramiento.

A ello cabe agregar que también los valores intangibles que se registran en los balances son notoriamente inferiores a sus valores reales. Las marcas de creación propia, por ejemplo, se suelen registrar por el costo de registro y su mantenimiento y las adquiridas por su precio de adquisición sin computar su valorización posterior por el acrecentamiento de ingresos producidos por su ulterior uso.

En un mercado de fuertes fluctuaciones, como el nuestro, es también poco significativo y realista el precio promedio de la acción durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro. Podría haber sido demasiado bajo o demasiado alto según los vaivenes de la macro y micro política económica durante dicho período. Lo mismo sucede con el precio de contraprestación o de colocación de nuevas acciones en el supuesto de que se hubiera formulado una OPA respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones en el último año. Aquí es preciso señalar que si la anterior OPA o adquisición privada se hubiera concretado sobre las acciones de control, el resto de los accio-

nistas no debería tener derecho a recibir el mismo precio, toda vez las acciones de control resultan notoriamente más valiosas que el resto de las acciones.

Un hecho preocupante en la práctica es que concretada la adquisición de las acciones de control que como hemos dicho tienen el plus valor del control, el nuevo controlante está obligado a lanzar una OPA al resto de los accionistas tomando como precio equitativo el que ofreció dentro de los plazos indicados en el párrafo anterior. Al ser ofrecido a los accionistas minoritarios un muy buen precio como si incluyera la toma de control, es muy probable y así ha ocurrido en la práctica que la OPA resulte exitosa, pero los accionistas conformes con la envergadura del nuevo controlante que quisieron permanecer en la sociedad, verán post OPA caer el precio de la acción por su exigua liquidez y posiblemente terminará habiendo un retiro de cotización que afecta nuestro ya reducido elenco de sociedades cotizantes.

Distinto es el caso de la determinación del precio en la OPA residual o declaración unilateral de compra compulsiva y también el supuesto de OPA por retiro de cotización, donde se exige la opinión de una evaluadora independiente contratada por el oferente o la sociedad y contar con la opinión favorable del comité de auditoría y del órgano de fiscalización de la sociedad. No corresponde poner en duda la independencia de tales opiniones, pero sí recordar que es o son el o los accionistas controlantes los que han producido las designaciones de quienes deben emitir opinión sobre la valuación. En este sentido es plausible que la CNV en su reciente Resolución General 779 del 27 de diciembre de 2018, no solo remarca los criterios de independencia de las entidades evaluadoras presentadas por el oferente, sino que permite que cualquier accionista pueda presentar al oferente y a su costa un informe de evaluadora independiente que tenga en cuenta las pautas establecidas en la misma Resolución para el informe presentado por el oferente. También exige que el oferente garantice el cumplimiento de su obligación de pago.

El criterio de mayores exigencias al oferente se justifica en el caso de la declaración unilateral de compra residual, donde el obligado vendedor minoritario dispone de un muy breve plazo de tres meses para objetar el precio de la acción por la vía judicial o arbitral y prácticamente la única prueba que la ley le permite esbozar es la de una pericia evaluadora a ser realizada por un perito contador designado de oficio que no necesariamente resulta un experto en valuación de sociedades cotizantes en Bolsa.

Una excelente obra sobre la valuación accionaria es el libro “Cuánto vale una empresa” de Carlos Alberto Olivieri, editado por La Ley en 2005 que sigue teniendo plena vigencia actual. Allí el autor nos ilustra con varias pautas prácticas de lo que podría ser calificado como precio equitativo bursátil a partir del análisis de un experto en finanzas que indaga lo que mira un inversor a la hora

de decidir sobre la compra o venta de una acción cotizada. Algunas de esas pautas no están contempladas en la normativa comentada y merecen ser tenidas en cuenta, tanto por quienes les toque cotejar una valuación, como para la elaboración de futuras reformas legales o normativas que podría instaurar en la materia la CNV. Nos referiremos a ellas de manera acotada.

La relación del precio de la acción y el cash flow neto operativo, corrientemente denominado EBITDA, iniciales en inglés de ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Los analistas suelen otorgar más importancia al cash flow que al propio estado de resultados.

La relación entre el valor de capitalización o precio de la acción y su ganancia normalizada que se expresa a través del denominado price earning o cociente entre el valor de mercado y las ganancias normalizadas sin factores que la distorsionen de los últimos doce meses, lo que permite determinar la probable ganancia por acción estimada para el futuro próximo.

El management, su calidad, su estrategia, el grado de identificación con los intereses de la empresa y la aplicación de las reglas de buen gobierno corporativo.

El valor de los activos netos, que no solo son los que integran el patrimonio neto sino aquellos relacionados con activos no reflejados en la contabilización, tales como conforme a lo ya expresado, las marcas generadas por la misma sociedad, reservas mineras, concesiones y contingencias no reflejadas como deudas al no resultar probable tal configuración.

El grado de endeudamiento financiero que entre nosotros tiene gran relevancia, no solo por las altas tasas de interés, sino también por las restricciones que pueden sobrevenir a la hora de tener que renovar el endeudamiento. En cuanto a la deuda en moneda extranjera, el impacto que puede tener una devaluación con el desfasaje entre ingresos en moneda local y repago de deuda en otra moneda.

La liquidez de la acción en el mercado bursátil es otro aspecto a tener en cuenta. Cuanto más líquida es una acción, más posibilidades tiene el accionista de entrar y salir y esa posibilidad negociadora debe computarse a la hora de establecer su precio equitativo. Lamentablemente en nuestro mercado bursátil hay menos de un centenar de sociedades registradas y entre ellas hay algunas con muy poca liquidez, provocada a veces por la amplia participación del grupo de control impulsada por la necesidad de asentar el control en más del 50% del capital social y en algunos casos, como ya lo señalamos, por el efecto del lanzamiento de ofertas públicas de adquisición.

La política de distribución de dividendos es otro factor importante. Debe ser razonable, previsible y comparable a la que siguen empresas del mismo sector, Salvo encomiables excepciones, por razones macroeconómicas o por falta de

planificación al respecto, no se observan en nuestro mercado políticas de distribución de dividendos planificados con anticipación.

La posibilidad de otorgar al resto de los accionistas una prima de control en el caso de que se venda el paquete mayoritario de control es un incentivo para la mejora en el precio de mercado de la acción.

Hay otros análisis técnicos de determinación del precio equitativo, pero nos hemos centrado en aquellos que responden a realidades vigentes. Valoramos los recientes esfuerzos de la CNV para agregar recaudos a efectos de suplir orfandades legislativas y esperamos que pronto podamos llegar reforzar el precio equitativo en las OPAS irresistibles y de pérdida de valor para el accionista, como son la que corresponde al retiro de cotización aprobado en asamblea con el voto mayoritario y la OPA residual o declaración unilateral de compra compulsiva por quien llega a ser titular del 95% del capital social. Mientras tanto, esperamos que la CNV haga uso, como de hecho ha comenzado a hacerlo con la RG 779/2.018, de la enunciación de otros criterios aceptable permitida por el art.98, inc. d) LMC.