

En búsqueda de alternativas para convertir una empresa cerrada en abierta

Luciano Antico y Manuel Ballon

Sumario

Por el funcionamiento que exhibe el mercado de capitales en nuestro país, la apertura de capital de una compañía se suele relacionar con la obtención de financiamiento empresario en dicho mercado mediante la realización de una IPO, es decir, la emisión de nuevas acciones a ser suscriptas por el público en general. La práctica consuetudinaria llevó a que las sociedades proyectaran su ingreso al régimen de la oferta pública por acciones exclusivamente con éste propósito. Si bien la obtención de financiamiento a bajo costo, derivada justamente de la oferta al público en general de nuevas acciones, es un fuerte incentivo para entrar a éste régimen, en la práctica se ignoran otros posibles estímulos para el ingreso. Los mismos van desde fortalecer la estructura del gobierno corporativo, alinear intereses, facilitar la liquidación de participaciones, simplificar la transición generacional o proporcionar notoriedad a la empresa, entre muchos otros.

Mediante la presente ponencia pretendemos abordar éste análisis, para lo cual nos enfocaremos en determinar si una sociedad está obligada a realizar una IPO para entrar a éste régimen, o si puede hacerlo mediante la oferta de sus acciones ya emitidas.

I.- Introducción

La oferta pública de acciones de una sociedad puede analizarse en forma aislada o, a su vez, ser entendida como parte integral de un proceso decisorio, en el que, dependiendo las circunstancias y objetivos de cada emisora en particular, su explicación puede variar considerablemente. En el caso de las sociedades que ingresan a la oferta pública realizando una oferta pública inicial de nuevas acciones (“OPI” o por sus siglas en inglés “IPO”), la compra de las

mismas, por parte de terceros, en los mercados bursátiles es una consecuencia directa del objetivo de la empresa en particular, que consiste en obtener financiamiento. Por otro lado, puede darse la situación de una sociedad que desee ingresar al régimen de oferta pública, pero que no tenga la intención de realizar una IPO de nuevas acciones. En este último caso, a diferencia del anterior, el posible ingreso de terceros como accionistas en la empresa constituye uno de los objetivos principales de la sociedad en cuestión⁶³.

El escaso desarrollo del mercado de capitales en nuestro país constituye un problema para el estudio de todas estas variables, ya que naturalmente se asimila el ingreso al régimen de oferta pública con la emisión de nuevas acciones. La justificación a esta simplificación, o análisis sesgado, se debe fundamentalmente al accionar práctico de las sociedades, las cuales consideran que la única razón por la que participarían en el citado régimen sería para obtener nuevos recursos, es decir financiamiento, para la compañía. Previamente enunciamos que esta era solamente una de las razones por las cuales una sociedad querría ingresar en la oferta pública, debido a que la transmisión de valores a terceros también podría ser considerada como un objetivo en sí mismo. El hecho de que en la práctica bursátil argentina no se verifique esta situación deriva lógicamente en dos interrogantes. El primero de ellos consiste en analizar si la referida transmisión reporta un beneficio a la sociedad en cuestión, mientras que el segundo es determinar si nuestra legislación vigente permite un ingreso a este régimen sin la emisión de nuevas acciones.

II.- Ventajas del ingreso a la oferta pública de acciones

El ingreso al régimen de la oferta pública de acciones no sirve solamente para obtener financiamiento, en tanto logra proporcionar otras ventajas y/o beneficios a la compañía. Es decir, puede contribuir al fortalecimiento de la estructura de gobierno corporativo, permitir a sus inversionistas la liquidación de sus participaciones con mayor facilidad, permitir desinversiones, posibilitar el alineamiento de compensaciones laborales mediante acciones con los objetivos de la compañía, facilitar la transición generacional y la con-

⁶³ Esta es la diferencia clave enunciada por el autor español Luis de Carlos BERTRAN, al comparar los regímenes de venta de valores y de suscripción, en tanto los objetivos de cada uno de ellos son distintos, ya que en uno se persigue la obtención de financiamiento y en el otro el ingreso de nuevos accionistas (BERTRAN, Luis de Carlos, *Régimen jurídico de las oferta públicas de suscripción y venta de valores negociables*, 1ª ed., Civitas, Madrid, 1998, p. 59).

tinuidad del negocio, proporcionar notoriedad a la empresa, entre otros⁶⁴. En consecuencia, obtener recursos monetarios para el desarrollo de la empresa puede constituir uno de los beneficios del ingreso a la oferta pública de acciones, pero no el único. Sin embargo, la práctica consuetudinaria muestra lo contrario; la apertura de capital de una compañía suele estar relacionada con una IPO de nuevas acciones a ser colocadas en el mercado primario, esto es, obtener financiamiento empresario. Ahora bien, podría darse el caso de que la compañía quisiera ingresar a dicho régimen pero no para obtener financiamiento, sino para conseguir el resto o alguno de los demás beneficios mencionados (esto es, fortalecimiento del gobierno corporativo de la compañía, realización de una desinversión, facilidad en la liquidación de las participaciones societarias, etc.). Máxime cuando es sabido que una IPO resulta costosa y en muchos casos se transforma en un proceso arduo y complejo⁶⁵.

III.- Alternativas a la IPO: “*Introducción directa*”, oferta pública de venta (OPV), le negociación secundaria en mercados privados y el caso de la “*Reverse merger*”

En otros mercados más desarrollados, como el español, se han implementado métodos alternativos a la IPO para iniciar la oferta pública y la cotización bursátil (como hasta aquí se ha explicado, ello dependerá de los objetivos de la compañía). Existe el proceso que se conoce como “*introducción directa*”, a través del cual se solicita la oferta pública y posterior cotización de las acciones que están en manos de los accionistas. Ahora bien, esto es permitido siempre y cuando se cumpla con un mínimo de distribución de 100 accionistas, excluyendo a aquellos que superasen el porcentaje de participación del 25% del capital social o bien a través del compromiso de crear una sociedad de contrapartida que ponga a disposición del mercado un número suficiente de acciones⁶⁶. Otro método es por intermedio de una oferta pública de venta

⁶⁴ DE MICCO, Luigi Carlo, “*Encontrar y convencer a los inversores. De private equity a la oferta pública inicial*”, Books On Demand, 2011, ps. 107/116; SAMBOLA, Rafael, “*La financiación de las operaciones corporativas*”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 15, año 2012, Universidad de Pompeu Fabra, Barcelona, ps. 70/71.

⁶⁵ Las IPO han sido objeto de numerosas críticas. Un análisis de las mismas puede realizarse en el trabajo de PRITCHARD, Adam C. “*Revisiting ‘Truth in Securities’ Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good*”, *Seattle U. L. Rev.* 36, n° 2 (2013): 999-1026.

⁶⁶ ALVAREZ OTERO, Susana, “*La valoración de las ofertas públicas iniciales*”, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Oviedo, Año 2000, España, ps. 16-17.

de acciones antiguas (OPV o IPO de acciones ya emitidas), ya sea de aquellas que se encuentran en cartera de la propia sociedad o bien en cartera de accionistas que quisiesen vender toda o parte de su participación⁶⁷.

Respecto a lo que sucede en el caso español, se ha dicho que “(...) *la elección de un mecanismo u otro ha de estar en consonancia con los objetivos empresariales, de tal forma que las empresas que persiguen fundamentalmente obtener financiación durante el proceso de salida a bolsa para destinar a sus proyectos de inversión, optarán por realizar OPIs primarias. Por el contrario, si los motivos para decidir el inicio de la cotización bursátil son de diversificación del accionariado o de modificación de la estructura de propiedad de la empresa, elegirán las secundarias*”⁶⁸. Este análisis es coherente con lo anteriormente enunciado, en tanto todo proceso decisorio estará sesgado por el objetivo pretendido por la sociedad en cuestión. Determinado este último, se establecerá el curso de acción propicio para lograrlo. Por eso es muy importante distinguir, frente a una eventual decisión de ingresar al régimen de oferta pública de acciones por parte de una sociedad, cuáles son las razones que la llevan a tomar dicha medida. Sólo de esta manera se logrará establecer el curso de acción propicio, y en muchos casos puede que éste sea la mencionada “*introducción directa*”.

En el caso de Estados Unidos, los mercados secundarios tienen un amplio desarrollo, que permite a las compañías mantenerse por más tiempo como sociedades privadas y vender sus acciones sin la necesidad de realizar una IPO. Este sistema no sólo brinda a los accionistas la posibilidad de vender o adquirir acciones con más facilidad (algo fuertemente relacionado con la diversificación del accionariado y la estructura de propiedad de la empresa), sino que además permite evitar muchos de los inconvenientes relacionados con la IPO. Este último proceso no sólo trae aparejada una enorme inversión por parte de la empresa que desea hacerse participar en la oferta pública, sino que además provoca un fenómeno conocido como “*underpricing*”, que consiste en la tendencia de las acciones a ser vendidas en el mercado primario a un precio menor al que después son negociadas en el mercado secundario⁶⁹. Toda esta situación llevó a que estos mercados fueran adquiriendo cada vez más protagonismo y comenzaran a ser vistos como una alternativa más que interesante

67 Ídem.

68 Ibídem, p. 21.

69 PRITCHARD, Adam C, ob. cit, ps. 1013-1014. El autor posteriormente hace un especial foco en el caso de *Facebook*, donde las acciones de esta compañía tuvieron un crecimiento descomunal en los mercados secundarios luego de que la empresa realizara su IPO.

para las empresas que deseaban reestructurar su capital accionario y para los accionistas que pretendían liquidar con mayor facilidad sus acciones.

Sin embargo, no todas son ventajas, debido a que estos mercados secundarios no tienen carácter abiertamente público. Solamente determinados inversores pueden participar y la *Securities and Exchange Commission* (“SEC”, organismo encargado de regular el mercado de capitales en Estados Unidos) no ejerce un control absoluto sobre ellos. Esta es una cuestión últimamente muy discutida, ya que la ausencia de fiscalización por parte del ente referido podría generar un potencial perjuicio en el público inversor⁷⁰. Justamente, se ha llegado a proponer el establecimiento de requisitos mínimos de información para la negociación secundaria de acciones, con el propósito de que los inversores tomen decisiones racionales y no requieran de la protección adicional por parte del Estado⁷¹.

Ahora bien, consideramos que la existencia de complicaciones en los mercados secundarios no debe ser interpretada como una justificación para desacreditar su utilización. Gran parte de estas problemáticas fueron generadas por su vertiginoso desarrollo en los últimos años, provocado precisamente por las ventajas que brinda tanto a las compañías como a sus accionistas, y por la falta de regulación adecuada. Más allá de esto, resulta claro que es la opción más conveniente para las sociedades que tienen como objetivo diversificar su capital accionario y facilitar el ingreso de terceros.

Por otro lado, además de la opción de la IPO, la negociación secundaria o el registro simplificado mediante la Rule 144A “*equity placement*”, existe la alternativa denominada “*reverse merger*” (o fusión inversa), en la que una empresa privada con operatividad y sin oferta pública se fusiona con otra que prácticamente no tiene operatividad pero que cuenta con registro en la SEC y listado de sus acciones en un mercado (denominada “*public shell company*”). Esto con el propósito de gozar de una forma más económica y rápida del acce-

⁷⁰ En una nota recientemente publicada por Susan S. MUCK y Michael S. DICKE, se hace referencia a que últimamente la SEC está incrementando su control sobre las compañías privadas que operan en mercados secundarios. Específicamente, se cita que la actual presidente del organismo manifestó que las compañías privadas que alcanzan un cierto tamaño y complejidad están sujetas al control de la SEC y a los reclamos de los accionistas (MUCK, Susan y DICKE, Michael, “SEC security of secondary market trading”, Fenwick & West LLP, publicado el 25/4/2016.. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/04/25/sec-scrutiny-of-secondary-market-trading/>).

⁷¹ POLLMAN, Elizabeth, “Information issues on Wall Street 2.0”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 161:179.

so a los mercados de capitales públicos y la posibilidad de listar sus acciones de la que gozaba la segunda de las compañías⁷².

IV.- El caso argentino. Posibilidad de extrapolar métodos

La Ley de Mercado de Capitales N° 26.831⁷³ y su Decreto Reglamentario N° 1.023/13 regulan en un sentido lato el régimen de oferta pública. Salvo la modalidad de oferta pública de adquisición de acciones, no se vislumbra una regulación en específico de las distintas formas en las que se puede realizar la misma. Particularmente en lo que respecta a la posibilidad de realizar oferta pública de capital sin la emisión de acciones, las NORMAS de la CNV (N.T. 2013 y mod.) (en adelante solo las “NORMAS”) contemplan la posibilidad de llevar a cabo una “*introducción directa*”. En efecto, el artículo 9°, inciso a), Capítulo V del Título II de las NORMAS dispone (ello para el “*ingreso a la oferta pública*”), que “(e)l órgano de la entidad que solicite el ingreso al régimen de oferta pública, deberá acompañar (...) copia de la resolución que así lo dispuso, y **en su caso**, la que haya decidido la emisión y sus condiciones” (el destacado es personal).

De la norma transcrita se desprende que el ingreso al régimen de la oferta pública puede venir acompañada o no de una nueva emisión de acciones (véa-

⁷² Las distintas formas a través de las cuales una empresa privada puede convertirse en pública en Estados Unidos pueden consultarse en la página web de la *Securities and Exchange Commission* de dicho país, en el siguiente link: https://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor25_2006/goingpublic.pdf (sitio última vez consultado con fecha 21/5/16).

⁷³ Artículo 2 de la Ley N° 26.831: “*Oferta pública: Invitación que se hace a personas en general o a sectores o a grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión*”. Artículo 82 de la misma Ley: “*Objeto y sujetos de la oferta pública. Pueden ser objeto de oferta pública los valores negociables emitidos o agrupados en serie que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo y todos aquellos instrumentos financieros que autorice la Comisión Nacional de Valores. Pueden realizar oferta pública de valores negociables u otros instrumentos financieros las entidades que los emitan y los agentes registrados autorizados a estos efectos por la Comisión Nacional de Valores*”.

se que la norma dice “(...) **y en su caso** (...)”, lo que significa que no siempre o necesariamente para ingresar al régimen de la oferta pública se deben emitir nuevas acciones, o sea, se podrían emitir o no)⁷⁴. En caso negativo a la nueva emisión de acciones, cabe entender, en consecuencia, que la sociedad solo acompañaría la resolución que dispuso el ingreso a dicho régimen, obteniendo autorización únicamente para ello. En este caso, la sociedad conseguiría una autorización de oferta pública de las acciones ya emitidas (antiguas), admitiéndose la posibilidad, consecuentemente, de una negociación secundaria de las mismas en un mercado autorizado. A diferencia del caso español con la “*introducción directa*”, aquí no hay una norma que asegure un cierto grado de distribución de las acciones (existencia de al menos 100 accionistas que le den mayor profundidad al mercado), lo que justificaría el control por parte del Estado con la correspondiente asignación de recursos. Esto creemos que no es óbice para que, igualmente, se conceda autorización de oferta pública de acciones sin emisión de nuevo capital (es decir, autorización de oferta pública secundaria sin que previamente exista una autorización de oferta pública primaria) puesto que, en primer término, no hay norma alguna que exija un número de distribución y, en segundo término, aún en el caso de una IPO (con la correspondiente posibilidad de negociación secundaria de las acciones con posterioridad), podría darse la situación de una insuficiente distribución de aquellas. Habría que analizar, en todo caso, cada caso concreto.

Dada la mencionada amplitud del concepto de oferta pública regulado en nuestro ordenamiento jurídico, la realización de ofertas públicas de ventas de acciones, tal como sucede en el caso español, también serían admisibles en nuestro país (ya sea de acciones en mano de uno o más accionistas o de acciones en situación de autocartera por parte de la sociedad). De hecho durante los años 90 numerosas empresas con tenor estatal fueron privatizadas y colocadas en el régimen de la oferta pública de ésta manera. Un ejemplo lo constituye la propia YPF, cuyo capital fue ingresado al régimen a través de una OPV de las acciones que eran de propiedad del Estado (Ley N° 24.145). Igual modo cabría entender sobre la posibilidad de ingreso al régimen de la oferta pública mediante una “*reverse merger*”, habida cuenta la inexistencia de norma expresa que así lo prohibiera.

74 Este era el caso de la Sociedad ARCOR S.A.I.C. la cual se encontraba admitida al régimen de oferta pública de sus acciones en nuestro país no obstante la no realización de una ampliación de capital y el ofrecimiento público de éste.
(http://www.cnv.gov.ar/Infofinan/BLOB_Zip.asp?cod_doc=70365&error_page=Error.asp) (sitio última vez consultado con fecha 21/5/16).

Por otro lado, el establecimiento de mercados secundarios con características similares a las de los que funcionan en Estados Unidos no parece ser una opción viable a corto o mediano plazo. Desde el dictado de la Ley N° 26.831, en nuestro país no existen mercados de valores para la negociación secundaria de acciones que no estén bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”), lo que en algún punto es una ventaja, teniendo en cuenta las dificultades generadas en Estados Unidos para la fiscalización de estos mercados, que son de carácter privado. Por otro lado, la proliferación de ámbitos de negociación con esas características tiene una fuerte relación con el enorme desarrollo que el mercado de capitales tiene en dicho país, en donde la mayoría de la población lo ve como el método más eficiente de ahorro e inversión. Sin perjuicio de esto, sería posible una adaptación de este sistema a nuestro país, donde justamente lo que se haría es un pedido de listado de las acciones circulantes en los mercados autorizados por la CNV, para que pudieran ser negociadas.

V.- Conclusión

Sabido es que una oferta pública inicial de acciones resulta costosa, además de que en muchos casos se traduce en un proceso largo, arduo y complejo. La posibilidad de ingresar al régimen de la oferta pública de acciones por medio de otros métodos distintos a los de la emisión de nuevo capital, además de brindar beneficios en sí mismos (rapidez, facilidad y menores costos), otorga los mencionados beneficios y ventajas que proporciona el mercado de capitales. Entre ellas, están la liquidez de la participación accionaria, la notoriedad de la empresa o la transición generacional, sin tener que ampliar el capital o permitir que, en el caso de una “*introducción directa*” de las acciones, ingresen, en lo inmediato, nuevos accionistas (más allá de que posteriormente, dada la liquidez proporcionada a éstas, sea una consecuencia). Nuestro derecho positivo no contiene óbices para que se recurra a estos otros métodos alternativos para el acceso. Ya vimos que permitiría un ingreso sin la emisión de nuevo capital (autorización directa de oferta pública secundaria), así como la oferta pública de valores ya emitidos (oferta pública de venta de capital existente). Véase que la regulación es amplia y en ese marco toda clase de oferta pública sería válida, incluso pudiéndose dar lo que se conoce como una *reverse merger*. Lo que no sería posible en el corto plazo es la negociación secundaria (la tan ansiada liquidez) de las acciones en mercados privados, como ocurre en Estados Unidos, dada la estructuración normativa del mercado de capitales en nuestro país. Si en los hechos no se recurre a éstas otras formas para la obtención de oferta pública (o goce de beneficios), es porque

nuestro mercado de capitales es pequeño y está en vías de desarrollo. Hacia ese camino debe transitarse, no solo con desarrollo económico y normativo del mercado de capitales, sino también con desarrollo doctrinario.