

El derecho de preferencia y las colocaciones de acciones por oferta pública mediante el mecanismo de formación de libro (Book building)

Carlos F. Oteiza Aguirre

I. Introducción

Atento la reciente decisión de la Comisión Nacional de Valores de incorporar el procedimiento de formación de libro como uno de los mecanismos de colocación de valores negociables, es necesario modificar el reglamento de cotización del Mercado de Valores para permitir la realización de colocaciones de acciones en mercados internacionales y simultáneamente permitir la coexistencia del derecho de preferencia y de acrecer establecido por la ley 19.550.

II. Desarrollo

Como es sabido, el art 194 de la ley General de Sociedades dispone que las acciones ordinarias, sean de voto simple o plural, otorgan al titular el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea y también otorgan derecho de acrecer en proporción a las acciones que haya suscripto en cada oportunidad. Los accionistas pueden ejercer su derecho de opción dentro de los 30 días siguientes al de la última publicación, salvo que los estatutos otorguen un plazo mayor y en el caso de sociedades que hagan oferta pública, la asamblea extraordinaria puede reducir este plazo hasta un mínimo de diez días.

Este derecho que protege el interés de los accionistas a no ser diluídos mediante aumentos de capital suscriptos por terceros o por accionistas pre-existentes y prevalecientes en la toma de decisiones asamblearias, resulta eficiente en las sociedades cerradas que no cotizan sus acciones en mercados de valores. Pero en sociedades que colocan sus acciones mediante oferta pública en los mercados internacionales, genera no pocos inconvenientes, en particu-

lar cuando se recurre al mecanismo de colocación denominado de formación de libro (o book-building en los mercados internacionales). Este consiste en registrar todas las manifestaciones de interés que se reciben y su incorporación a un listado donde la adjudicación debe efectuarse a un valor uniforme para todos los participantes que resulten adjudicados y sin discriminación alguna. El mecanismo de formación de libro fue utilizado por varias ofertas públicas de acciones realizadas en décadas recientes, ya que la normativa de la Comisión Nacional de Valores la permitía, hasta que se la prohibió en el año 2011⁶². Recientemente la CNV emitió la RG 662/2016, por medio de la cual autoriza la colocación de valores negociables mediante el tradicional método de subasta o licitación pública y habilita también la utilización del mecanismo de formación de libro, estableciendo algunos requisitos básicos que deben ser seguidos por las emisoras y sus agentes colocadores, incluyendo los parámetros para la determinación del precio(u otra variable financiera) y las pautas para la adjudicación de los valores negociables en condiciones de transparencia y adecuada publicidad⁶³.

Cabe señalar que este es el mecanismo de colocación que se utiliza usualmente en los mercados internacionales, allí donde las empresas argentinas tienen más posibilidades de acceder a inversores capaces de absorber grandes emisiones que se realizan para financiar proyectos de gran envergadura que normalmente no se pueden financiar a costos razonables, ni directamente a riesgo de capital por vía de acciones nuevas. A su vez, cabe señalar que la mayoría de las legislaciones de países que colocan acciones en mercados internacionales no reconocen el derecho de preferencia a los accionistas existentes⁶⁴ o permiten que la asamblea que decida la emisión lo suspenda cuando las acciones estén dirigidas al mercado de capitales local o internacional⁶⁵.

En la Argentina subsiste el conflicto entre la posibilidad de colocar mediante formación de libro que ahora permite la RG 662/2016 de la CNV y el reglamento de cotización del Mercado de Valores que establece la obligatoriedad de otorgar un plazo adicional a los accionistas que gozan de derecho de preferencia, una vez completado el período de ofertas de terceros y fijado el precio de la colocación. Se buscaba con esto proteger a los accionistas minoritarios para que pudieran ejercer su derecho de preferencia y sobre todo asegurar el valor de la cesión de dicho derecho a terceros (venta de cupones

62 CNV- R.G. 597/2011

63 CNV RG 662/2016, art. 1 y ss.

64 En Estados Unidos de Norteamérica no se reconoce derecho de preferencia

65 Brasil y España entre otros permiten a la asamblea omitir el derecho de preferencia en emisiones de acciones que se colocan en el mercado de capitales.

en jerga bursátil) a través de los agentes del mercado, así como las comisiones que este negocio genera para los operadores del mercado.

El conflicto se presenta porque los inversores internacionales esperan que la determinación de precio y la adjudicación de las acciones se realice en un mismo momento y para todos los oferentes, sin que sigan existiendo dudas sobre quiénes han sido adjudicados y quiénes son desplazados por accionistas pre-existentes que ejercen su preferencia una vez que el precio ha sido fijado, período durante el cual ya operan los denominados shadow markets o mercados en las sombras generando injustas situaciones dónde nadie sabe si los oferentes que contribuyeron a la formación del precio de suscripción han sido aceptados hasta que, luego de fijado el precio se terminen de adjudicar acciones a los que ejercen su preferencia y acrecimiento. Es el art. 86, inciso a) apartado 4) del reglamento de cotización del Mercado de Valores de Buenos Aires, que establece que las sociedades que soliciten el aumento de capital admitido al listado mediante la emisión de acciones a colocar por suscripción, deben presentar la solicitud respectiva al Mercado y acompañar, entre otros recaudos, el acta dónde conste **el precio de colocación, que será fijo y definitivo por lo menos cinco días anteriores al vencimiento del período de suscripción preferente.**

Esta regla no tiene fundamento en ninguna disposición legal, sino que fue establecida por el propio mercado con la finalidad aparente de favorecer la negociación del derecho de suscripción preferente. Fue incorporada al reglamento en 1999, luego de un arduo debate en la Comisión de Títulos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires⁶⁶, dónde prevaleció la opinión de los

⁶⁶ La Comisión de Títulos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires es un organismo asesor dictaminante de la presidencia y el Consejo de la entidad, de intervención obligada para muchas de sus decisiones. Su funcionamiento, composición y objeto está establecido por el estatuto de la BCBA en su art. 54 y está formada por: a) El Vicepresidente 1º o el Vicepresidente 2º en caso de ausencia de aquél, el Secretario y Tesorero de la Asociación. b) El Presidente y Secretario del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. c) El Presidente de la Cámara de los Agentes de Bolsa. d) El Presidente y Secretario de la Cámara de Sociedades Anónimas. e) El Presidente de la Cámara de Inversores en Valores Mobiliarios. f) El Presidente de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. g) Tres socios de Bolsa, miembros del Consejo o no, designados por el Consejo a propuesta del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. en la primera sesión posterior a cada Asamblea General Ordinaria. h) Un Consejero elegido por el Artículo 19º, apartado a), inciso 4), designado a propuesta del Presidente de la Asociación por el Consejo. i) Tres socios, miembros del Consejo o no, de notoria idoneidad en la materia, designados por el Consejo a propuesta del Presidente de la Asociación en la primera sesión posterior a cada Asamblea General Ordinaria.

representantes del Mercado de Valores y de la Cámara de Inversores, quienes apoyaban la inserción del plazo de cinco días con precio ya fijado, en contra de la opinión de los representantes de la Cámara de Sociedades Anónimas que defendieron la conveniencia para un mejor desarrollo del mercado de capitales de no incorporar la restricción de cinco días o alternativamente, incorporar una excepción para los casos en que se efectuara simultáneamente una colocación en el mercado local y en algún mercado internacional.

Con la reincorporación gradual de Argentina a los mercados de capitales internacionales y ante la expectativa de muchas sociedades de acceder a los mercados internacionales para financiar sus proyectos, vuelve a renacer el debate sobre la necesidad de modificar el artículo 86 inciso a) apartado 4) del reglamento de cotización dada la importancia que tiene eliminar esta disparidad de criterio y el privilegio que significa conocer el precio fijo para los beneficiarios del derecho de preferencia.

Cabe señalar que la eliminación del plazo especial con precio fijado para los accionistas que ejerzan el derecho de preferencia no implica eliminarlo, ya que siempre podrán ejercer su derecho efectuando manifestaciones de interés simultáneamente con los demás oferentes durante el período de suscripción general. En la fecha de la adjudicación, aquellos preferidos que hayan ofertado dentro del rango previsto o al precio propuesto por la emisora deberán ser adjudicados en las cantidades que corresponda, tanto por la preferencia como por el derecho de acrecer, en la medida que resulte de las reglas aplicables a dichos derechos.

Cabe señalar que la RG 662/2016 de la CNV incluye entre los recaudos para la colocación por cualquiera de los métodos permitidos, que se dé cumplimiento al derecho de preferencia y de acrecer, exigiendo también que cuando exista renuncia o cesión de tales derechos a agentes intervinientes, las acciones a que dan derecho tales derechos deben incorporarse al procedimiento de formación de libro, subasta o licitación pública.

III. Conclusión

Por lo expuesto en los párrafos anteriores, todo parece indicar que al eliminarse el plazo especial de cinco días con precio ya fijado, se habrá compatibilizado las necesidades y prácticas de los mercados de capitales en los que buena parte de los proyectos de inversión de compañías argentinas podrán financiarse, con la preservación del derecho de preferencia y de acrecer. Es necesario señalar que otra alternativa es que una modificación legal permita eludir el derecho de preferencia para las emisiones de acciones que se coloquen por vía de la oferta pública, ya sea en mercados locales o inter-

nacionales. Una reforma legal de tal envergadura tornaría la restricción del reglamento del Mercado de Valores en innecesaria y carente de toda finalidad, por lo que su modificación sería aún más imperativa ya que se transformaría en un plazo durante el cual ya nadie podría efectuar ofertas de suscripción o manifestaciones de interés.

Es de desear que modificaciones como las que se proponen y están bajo análisis colaboren con la expansión del mercado de valores en un clima de seguridad jurídica que potencien el crecimiento del empleo, la inversión y la actividad industrial, agropecuaria, comercial y al desarrollo de la necesaria infraestructura que la Argentina requiere.