



**LA PROTECCIÓN DE LAS PARTICIPACIONES MINORITARIAS FRENTE A LA  
NUEVA REGLAMENTACIÓN SOBRE OPA**

Máster en Derecho Empresarial

Autora: María Alejandra Padrón

Directora de Tesis: Sonia Jaimez

Buenos Aires, 2021.

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>II. OBJETIVO .....</b>	<b>5</b>
<b>III. MARCO CONCEPTUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA) ..</b>	<b>6</b>
A. Concepto de OPA .....	6
B. Tipo de OPA. Ofertas Públicas Obligatorias y Ofertas Públicas Voluntarias .....	11
C. Modelos de OPA en el derecho comparado.....	13
<b>IV. MARCO NORMATIVO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA)...</b>	<b>15</b>
A. Antecedentes legislativos .....	15
B. Principales cambios introducidos por la Ley 27.440 de Ley de Financiamiento Productivo a la Ley N° 26.831 en materia de Ofertas Públicas de Adquisición .....	19
C. Requisitos normativos de CNV - Resolución General 779/18 .....	24
<b>V. ANÁLISIS DE LAS OPA EFECTUADAS BAJO LA NUEVA NORMATIVA.....</b>	<b>27</b>
A. “Meranol S.A.C.I. s/Oferta Pública de Adquisición (OPA) Meranol S.A.C.I.” .....	27
B. “Telecom Argentina S.A. s/OPA por Cablevisión Holding S.A.” .....	34
C. “Unipar Carbocloro S.A. s/Retiro Voluntario del Régimen de Oferta Pública y Listado” ...	37
D. “MFG Holding S.A.U. s/OPA Adquisición Quickfood” .....	42
E. Futuras OPA .....	44
F. Reflexiones.....	45
<b>VI. CONCLUSIONES.....</b>	<b>47</b>
<b>VII. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>50</b>

## **I. INTRODUCCIÓN**

El 11 de mayo de 2018 se aprobó la Ley de Financiamiento Productivo N ° 27.440 (en adelante “LFP”) que modificó, entre otras cosas, la normativa aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante “OPA”) de acciones de las sociedades admitidas al régimen de oferta pública, prevista en la Ley de Mercado de Capitales N ° 26.831 (en adelante “LMC”).

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”), organismo de contralor que regula el Mercado de Capitales y reglamenta las operaciones efectuadas en el marco de la oferta pública, tiene entre uno de sus fines proteger a los accionistas minoritarios garantizando a todos información plena e igualdad de trato.

En razón de su competencia, y de acuerdo con lo ordenado por la propia LFP, el organismo de mención sometió a consulta pública la reglamentación sobre OPA -mediante la Resolución General N ° 742/1- con el objeto de ordenar el procedimiento aplicable a los distintos supuestos de Ofertas Públicas de Adquisición y/o Canje de valores negociables. Dicho proyecto, que dio finalmente lugar al dictado de la Resolución General N ° 779/18, tuvo como propósito otorgar reglas claras y objetivas tendientes a garantizar la seguridad jurídica y eficiencia de los procesos.

Las denominadas ofertas públicas de adquisición, conforme a la LMC, se vinculan con el control societario, y constituyen operaciones del mercado que poseen un gran interés económico y jurídico. La importancia de este tipo de transacciones es evidente; no solo por resultar necesario velar por la protección de los accionistas minoritarios sino también por las eventuales agrupaciones monopólicas que puedan producirse como consecuencia.

Atento a los casos de OPA que se sucedieron en los últimos tres años y los inconvenientes que se detectaron en ellas, la reforma normativa nace con la finalidad de regular situaciones conflictivas que se presentaban previo a su vigencia; tales como el momento adecuado para formular la OPA, la determinación del precio equitativo, el choque entre los intereses del grupo controlante y los accionistas minoritarios, y los mecanismos adecuados de protección de estos últimos.

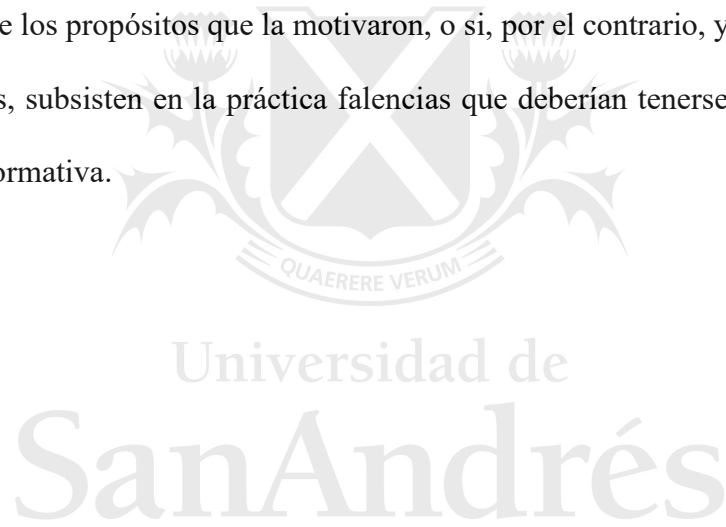
Ahora bien, en el ámbito de la oferta pública y con especial referencia al tema bajo análisis, rigen determinados principios, entre los cuales cabe resaltar aquellos vinculados con la transparencia y trato equitativo e igualitario a los accionistas. De esta manera, cuando se adquiera el control de una sociedad, a todos los accionistas minoritarios de la misma clase, debe reconocérseles el derecho a vender sus acciones en condiciones equivalentes a las ofrecidas a quien vendió el paquete de control. Lo indicado, se logra poniendo a disposición de todos los accionistas, información completa, suficiente y oportuna para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa.

Por último, en relación con el órgano de administración, éste, deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no velar solamente por los intereses de determinados accionistas.

## **II. OBJETIVO**

El presente trabajo tiene como objetivo analizar el impacto de las modificaciones introducidas por la nueva normativa sobre las OPA, en lo que respecta a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios. En este sentido, se pretende evaluar si existe una mejora efectiva en los mecanismos de protección, respetando los principios de transparencia y trato equitativo e igualitario de los accionistas.

De esta manera, el análisis permitirá una visión crítica sobre en qué medida la nueva normativa cumple los propósitos que la motivaron, o si, por el contrario, y tras su aplicación a casos concretos, subsisten en la práctica falencias que deberían tenerse en cuenta en una futura reforma normativa.



### **III. MARCO CONCEPTUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA)**

#### A. Concepto de OPA

En el régimen de la oferta pública rige el principio de libre transmisión de valores negociables, pero en los supuestos de venta en paquete de acciones, existe un procedimiento especial que es el de las ofertas públicas de adquisición.

La oferta pública de adquisición es una oferta de compra que efectúa una persona -ya sea humana o jurídica, sola o en conjunto con otras personas- con el fin de adquirir acciones de una sociedad que lista en el mercado de valores, a partir de una contraprestación en dinero o títulos, con el objeto de tomar control de la misma.

En este sentido, cuando las sociedades recurren al mercado de capitales para financiarse, crean una confianza de día a día con los inversores y en el propio mercado; por lo cual, si hay un cambio de control es entendible que dichos inversores minoritarios también participen del reparto de la prima de control o de la oferta (entendida como el sobreprecio de compra de las acciones), ya que ésta -en gran medida- ha sido posible por la confianza que han depositado ellos en un primer momento.

La OPA se encuentra fuertemente vinculado al mercado capitalista, en el cual determinados grupos societarios se hacen del control de otras sociedades, mediante la adquisición de un determinado número de acciones o participaciones significativas, logrando así obtener la voluntad social de las asambleas mediante la mayoría de los votos.

La definición de OPA se encuentra estipulado en la Resolución General RESGC-2018-

779-APN-DIR#CNV, a la que ya se hiciera referencia, y fue recogido en el Título III del Capítulo II de las Normas T.O. 2013 de CNV.

Así, conforme a la normativa, *se considera oferta pública de adquisición y/o canje de valores, a la operación de mercado por la cual una persona humana o jurídica, actuando de forma individual o concertada con otra/s persona/s, ofrece/n adquirir y/o canjear acciones con derecho a voto de una sociedad admitida al régimen de oferta pública de acciones, por un tiempo prefijado, y sujeto a un procedimiento especial de control de los términos y condiciones de la oferta.*

Es claro que la OPA obligatoria por cambio de control, tiene como consecuencia necesaria un cambio en el control de la sociedad, y otorga a los accionistas minoritarios la posibilidad de vender sus acciones luego de ocurrido dicho cambio.

El precio que se abona por dicha contraprestación generalmente supera el valor de mercado de los títulos, y la diferencia se denomina *prima de la oferta*, siendo ese plus lo que lleva a los accionistas minoritarios a querer vender su participación.

En este sentido, para alcanzar un precio equitativo es necesario sumarle al valor final de la valuación que se utilizó una prima, que funciona en dos sentidos en los supuestos de las OPA; por un lado, para incentivar y captar la aceptación de la oferta y por otro, para premiar la permanencia del inversor en la sociedad.

De esta manera, mediante la prima, se garantiza el trato igualitario entre los inversores y se brinda al accionista minoritario la posibilidad de vender su participación social en las mismas condiciones que al accionista controlante.

Cabe resaltar que todo el proceso de las OPA se rige por principios que revisten carácter internacional, como ser el de *transparencia y trato equitativo*. Éste último resulta ser el más relevante, por cuanto busca brindar igualdad de trato entre todos los accionistas al brindar condiciones equitativas ante las operaciones de cambio de control en sociedades abiertas, excluyendo mecanismos que sean incapaces de brindar dichas condiciones.

Este principio de igualdad entre los inversores se encuentra establecido en todo el derecho societario argentino y fuertemente arraigado en lo que son las OPA. Algunos autores han reflexionado al respecto, sosteniendo que es “(...) *la voluntad presupuesta y presumible de los contrayentes, salvo pacto en contrario, ya que la confianza precisa para colaborar en blanco en la dinámica de la vida social es incompatible con la idea opuesta: nadie participaría en una sociedad si se le hiciera presente una actividad contraria a ese principio.*”<sup>1</sup>

Otro de los principios en las OPA, es el de garantizar a los accionistas de la sociedad afectada, una información integral, completa, oportuna y detallada, que les permita tomar decisiones fundadas sobre la venta de los valores y respecto al futuro cambio de control de la sociedad.

A los fines de cumplir con dicho principio, se debe elaborar un prospecto donde se detalle toda la información en lo referente a la OPA, y planes a futuro que posea el oferente en relación a la sociedad, con el propósito de que los accionistas puedan formarse una idea

---

<sup>1</sup> Van Thienen, Pablo Augusto, *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'*, EL DERECHO, T 206, P. 981, 2004.



fundada sobre la oferta, con el objeto de aceptarla o no.

Asimismo, el órgano de administración de la sociedad afectada a la OPA, tiene la obligación de brindar su opinión en relación a la oferta, pero la misma no es vinculante para los inversores, conforme a la normativa, por cuanto se presume que los directores tienen mayor información sobre la realidad económica de la sociedad y podrían llegar a brindar información mayormente calificada, ya que son quienes están en el día a día de la sociedad y conocen las proyecciones a futuro de la misma. Los directores que deberán realizar el informe de opinión sobre la oferta son aquellos que estaban en sus funciones antes de la OPA.

La opinión del directorio es una información adicional con la que el accionista cuenta al momento de tener que tomar la decisión de aceptar o no la oferta, ya que, al momento de efectuarla, el directorio debe indicar si la oferta es beneficiosa o no -en cuanto al precio y al método de evaluación utilizado-, fundamentando tal decisión. A su vez, en el supuesto de tener intereses contrapuestos, o no ser independientes, debe informarlo y abstenerse de votar sobre la propuesta; ya que siempre deben prevalecer los intereses de los accionistas sobre los de los directores.

Durante el período de aceptación de la oferta, los directores deben limitarse a brindar su opinión y llevar a cabo la administración ordinaria de los negocios, para garantizarles a los accionistas el acceso a la información y evitar un conflicto de intereses. A tal fin, se les prohíbe llevar adelante determinadas acciones extraordinarias al desenvolvimiento normal de los negocios.

Ciertamente, si el órgano de administración no cumple con la obligación de brindar su opinión, incumple la normativa. Aunado a ello, obstaculiza el acceso a la información de los

accionistas minoritarios, principio tutelado en todo el derecho societario; lo que podría conllevar a una sanción por parte del órgano de contralor y además, acción de responsabilidad por el daño acaecido a la sociedad y a los accionistas.

El órgano de fiscalización, de la sociedad afectada por la OPA, debe velar por la legalidad de los actos del órgano de administración, pero sin evaluar la oportunidad, mérito o conveniencia de estos. En las OPA, dicho órgano deberá dictaminar sobre el cumplimiento de las legalidades en el procedimiento respecto del órgano de administración y participará en la reunión donde se aprueba el informe del método de valuación y del precio equitativo ofrecido.

Lo que debe quedar claro, es que, en las OPA obligatoria por toma de control, no hay una obligación del accionista minoritario de venderle al oferente su participación; el mismo aceptará la oferta si el precio le parece equitativo y si tiene pensando continuar en la sociedad como accionista.

Así las cosas, es a todas luces evidente que las OPA fueron concebidas como un mecanismo de protección de los accionistas minoritarios ante un cambio de control social, dándole la posibilidad de salir de la sociedad, ya que se estaría sustituyendo el grupo de control en el cual habían confiado hasta el momento; bajo las mismas condiciones que el accionista controlante que vende el paquete accionario, cumpliendo así con el principio de trato equitativo.

Los principios mencionados y sus alcances, se encuentran contemplados en la Resolución General RESGC-2018-779-APN-DIR#CNV y fueron recogidos en el Título III del Capítulo II de las Normas T.O. 2013 de CNV , el mismo estipula que en todo momento

el/los oferente/s, sus órganos societarios y accionistas, deberán respetar los principios de transparencia, protección del público inversor, publicidad e igualdad de trato de los inversores, tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición y/o canje, para todas las acciones con derecho a voto, valores negociables o derechos de una misma categoría o clase.

**B. Tipo de OPA. Ofertas Públicas Obligatorias y Ofertas Públicas Voluntarias**

Las OPA voluntarias se caracterizan por ser el oferente quien decide libremente llevar a cabo adelante una, no tienen requisitos legales en cuanto al precio o número de acciones y el oferente es quien estipula las condiciones de la misma.

En cambio, las OPA obligatorias se encuentran estipuladas y reguladas en las normas pertinentes, ya que es obligatorio lanzar una OPA de estas características en determinadas situaciones. Es una oferta total y como tal, tiene que tener un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna.

Las OPA obligatorias por toma de control, se caracterizan por permitir a los accionistas minoritarios de la sociedad vender sus acciones a un precio equitativo, una vez que hubo un cambio de control.

Las OPA obligatorias de exclusión se, caracterizan por permitir al accionista minoritario desprenderse de sus acciones antes de que la sociedad se retire del régimen de la oferta pública.

Las OPA obligatorias son un mecanismo legal para distribuir la prima de control de forma equitativa entre todos los accionistas, dando así cumplimiento al principio de igualdad de trato. Sin embargo, la necesidad de la OPA decrece a mayor dispersión accionaria.

Por otra parte, los compradores no solo deben negociar el valor del paquete accionario de control, sino que además deberán costear el lanzamiento de la OPA para el resto de los accionistas, debiendo ser al mismo precio, ya que se debe respetar el trato igualitario y precio equitativo. Es por ello que, pese a la transparencia y equidad que conllevan, ocasionan un costo mayor en la operación, por lo que se puede llegar a frustrar el cambio de control por los altos costos y desalentar tales mecanismos que, en verdad podrían resultar beneficiosos económicamente, si no se encuentran bien regulada la normativa de OPA.

El cambio de control no debe suponerse negativo y perjudicial para la sociedad, solamente requiere que se brinde al accionista minoritario la posibilidad de salir de la sociedad o permanecer en ella, evaluando tal situación con la mayor información posible en forma completa, oportuna y detallada.

En definitiva, se puede decir que el beneficio de las OPA obligatorias es, permitir a los accionistas minoritarios vender sus acciones participando de la prima de control, como así también ofrecerles la oportunidad de retirarse de la sociedad en caso de no estar conformes con el cambio de control que podría llegar a acontecer.

### C. Modelos de OPA en el derecho comparado

Las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (“OPA”) tienen regulación normativa en casi todos los países del mundo. Algunos países tienen sistemas voluntarios y otros países poseen sistemas obligatorios, independientemente, de las denominaciones que se utilizan. La elección por un sistema obligatorio o voluntario es cuestión de política regulatoria de cada país y depende del tipo de mercado de capitales que se está regulando.

Los sistemas voluntarios de OPA se caracterizan por establecer un régimen de información mínimo para adquisiciones de control accionario que debe cumplir el oferente ante el órgano de contralor respectivo. La negociación de dichas adquisiciones es privada tal como es el caso de Estados Unidos. La protección al inversor está dada por el cumplimiento de los requisitos de información que debe presentar el oferente. Respecto del precio de las ofertas, estos sistemas, tienen algunos criterios de valuación incluyendo el precio mínimo de las ofertas.

Estos modelos, que son propios de los mercados de capitales desarrollados, encuentran su razón en que las sociedades admitidas en dichos mercados tienen capitales accionarios dispersos y la prima de control es irrelevante. La alta liquidez de los mercados de capitales desarrollados hace que los premios de control suelen ser más pequeños que en los mercados en desarrollo ya que el potencial de un mayor precio en la acción está incorporado al precio su cotización.

En este tipo de mercados, donde el capital se encuentra disperso, las primas tienden a ser más pequeñas que en los mercados en desarrollo; los cambios de control implican una

dispersión de la prima de control entre todos los accionistas. De esta manera, el beneficio de una OPA obligatoria es inferior en este modelo, y su costo resulta mayor.

El modelo estadounidense optó por un sistema de OPA voluntaria, es decir, que es facultativo para una persona física o jurídica realizar o no, una OPA. Este modelo pone énfasis en que la forma de adquirir el control de la sociedad listada se encuentre establecido en el ordenamiento jurídico, es decir, que sea lícito.

El modelo europeo, a diferencia del estadounidense, optó por el sistema obligatorio; vale decir, inmediatamente después de que se toma el control efectivo de una sociedad o una participación significativa, debe lanzarse una OPA.

La diferencia entre ambos modelos radica en cómo se encuentra conformado el capital social, si tienen una estructura más concentrada o no.

En contraposición al mercado estadounidense, en el mercado argentino las sociedades que listan destinan un reducido porcentaje de su capital social a la oferta pública, conservando así el control de la sociedad, por lo que existen marcadas diferencias entre ambos, “(...) *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*”.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Negri, Juan Javier, *Las ofertas de adquisición obligatorias en el derecho argentino*, EL DERECHO, t.198, p.845, 2002.

#### **IV. MARCO NORMATIVO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA)**

##### A. Antecedentes legislativos

En el año 2001 se regulan mediante el Decreto 677/2001, las *ofertas públicas de adquisición* en la República Argentina y con las Normas de la CNV 2001, siguiendo el modelo europeo. En virtud de ello, se regularon las OPA por cambio de control, por retiro del mercado y por control casi total. No obstante, el Decreto no define lo que es una OPA, sino que se limita a realizar una clasificación de las mismas.

Anteriormente a dicha regulación, hubo algunas Resoluciones Generales de CNV: las N° 227 (1997), 330 (1999) y 332 (1999) sobre las OPA, que fueron recogidas en el Capítulo XVII de las Normas CNV, asimismo, vale decir que, la Ley N° 17.811 poseía un vacío legal en materia de las OPA.

El Decreto que reguló las OPA obligatorias y voluntarias, establecía los lineamientos principales sobre éstas, es decir, era una norma marco. Su regulación llegó recién un año después con la Resolución General 401/2002.

Esta nueva normativa, brindaba la posibilidad de no adherirse al régimen de OPA Obligatoria, tanto a las sociedades en el régimen de oferta pública preexistentes al dictado del Decreto, como a las nuevas que se ingresasen al régimen. En el caso de las primeras, debían reformar su estatuto en la siguiente asamblea a realizarse, y en las segundas, debían tramitar su ingreso informando su voluntad en sus estatutos, obteniendo así obtener la posibilidad de excluirse de tal régimen.

Esto otorgaba transparencia al mercado, dado que los inversores sabían de antemano, es decir, antes de invertir en la sociedad, que frente a un cambio de control tenían o no la posibilidad de una OPA.

El decreto establecía una OPA previa y parcial, en relación a las OPA obligatorias. Era el único camino posible para quien pretendía tomar el control de una sociedad que listaba; lo previo hace referencia a un elemento intencional de adquisición.

El control era concebido como un control orgánico, es decir, una tenencia del capital social que otorgara una participación de derecho o de hecho, a los fines de obtener los votos necesarios para formar la voluntad social.

Con esta normativa se intentó incentivar las OPA competitivas, pensando que, al brindar mayor información a los accionistas sobre el devenir de la sociedad y planes a futuro respecto de la misma, iban a aparecer nuevas ofertas por parte de otros competidores que pujasen por el control de la sociedad.

Un punto importante de dicho decreto fue la denominada participación significativa, la cual no podía ser inferior al 35%, y que debía ser reglamentada por CNV.

Como se ha sostenido anteriormente, el decreto preveía la regulación de una OPA obligatoria por retiro del régimen de la oferta pública que estaba a cargo de la propia emisora, siempre que la misma contara con reservas libres y la liquidez apropiada, o fuera cubierto por la sociedad controlante; asimismo, debía ser a precio equitativo.

La CNV podía objetar el precio de la oferta por considerar que el mismo no cumplía con el requisito de ser equitativo, pero la no objeción de dicho precio no obstaculizaba el



derecho de los accionistas minoritarios a impugnarlo. Asimismo, el organismo debía controlar el método utilizado para valuar el precio de la oferta, la información previa que se brindó y los fundamentos de porque se llegó a dicho monto, y controlar que esté el informe de la firma independiente y del órgano de administración y de fiscalización de la sociedad. El decreto brindaba a la CNV un poder de veto respecto del precio establecido por el oferente, pero el contralor debía observar concretamente el procedimiento mediante el cual se llegó a dicho precio.

Posteriormente al decreto, se sanciona la Ley de Mercado de Capitales Ley N ° 26.831 en el año 2012, la cual trajo aparejados cambios en lo que respecta a las OPA, como la eliminación de la opción por el régimen voluntario, es decir que todas las sociedades que se encontraban en la oferta pública debían aplicar el régimen de las OPA, incluso aquellas que habían expresado su voluntad en sus respectivos estatutos de excluirse.

Luego, en lo que respecta a los porcentajes en participaciones significativas hubo modificaciones en cuanto a valor, y con ello se produjo el retorno a un régimen inflexible y rígido, modificándose más tarde con la sanción de la Resolución General 689 de CNV del 2017.

Con la sanción de la nueva ley, las OPA, seguían teniendo la característica de ser previas y se le requería que, al presentar la solicitud de autorización, se adjunte el informe de dos evaluadoras independientes que dictaminen sobre el precio de la oferta.

La Ley N ° 26.831 y la reglamentación posterior de CNV bajo las NORMAS 2013, establecían que las OPA debían efectuarse con un *precio equitativo*, el problema es que no explicaban concretamente qué se entendía por “precio equitativo”.

La denominación es introducida por el Decreto 677/01, pero solo para determinados casos de OPA, tomado ello del modelo de EEUU; nuestra Ley General de Sociedades Ley N ° 19.550<sup>3</sup>, estipula el concepto de “precio justo” para el régimen de amortización de acciones, pero el legislador quiso denominarlo diferente para el caso de la valuación de precio de acciones en sociedades abiertas.

En el caso “Ruberto C/ Atanor S.A.”, la sala D de la Cámara Nacional en lo Comercial<sup>4</sup>, se estableció que el precio equitativo estipulado en el Decreto 677/01 era lo mismo que el equivalente al precio justo estipulado en la Ley N ° 19.550, sosteniendo que no puede concebirse un precio justo si no es equitativo; pero la misma sala con diferente composición en el caso “Tacchi C/ Peters Hnos. S.A.”<sup>5</sup> sostuvo que lo que es justo no siempre es igual a equitativo.

En efecto, la ley enunciaba en el Artículo 98 determinados criterios para alcanzar el precio equitativo, pero le permitía al oferente utilizar otros criterios, siempre que fueran aceptables; no había obligación de utilizar ineludiblemente uno de dichos criterios. Empero, lo que debía cumplir el oferente en relación a la determinación del precio, es que el mismo, no fuera inferior al precio pagado por el paquete de control.

Posteriormente, la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo, Ley N ° 27.440<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup>Ley General de Sociedades Ley N ° 19.550 <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=1>

<sup>4</sup> Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D, “Ruberto, Guillermo Miguel C/ Atanor S.A.”, 3 de octubre de 2007, LA LEY 2008-D.

<sup>5</sup> Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D, “Tacchi C/ Peters Hnos. S.A.” 08/05/92.

<sup>6</sup> Ley de Financiamiento Productivo Ley N ° 27.440, 2018 <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=1>

logró flexibilizar el régimen de las OPA, el cual había sido endurecido mediante la Ley de Mercado de Capitales en conjunto con las Normas CNV 2013, toda vez que i) se había eliminado la opción de las sociedades listadas de estar o no bajo dicho régimen, ii) se había reducido el porcentaje de las participaciones significativas y iii) no se habían incluido otras excepciones para evitar lanzar una OPA.

B. Principales cambios introducidos por la Ley 27.440 de Ley de Financiamiento Productivo a la Ley N° 26.831 en materia de Ofertas Públicas de Adquisición

La nueva Ley trae aparejado como cambio fundamental la concepción de una OPA a *posteriori y total*, dejando así la concepción de las OPA previas y parciales de lado, es decir que la obligación de lanzar la OPA, sobrevénía una vez alcanzado el control de la sociedad, solucionando así varios problemas que habían acontecido con la anterior normativa, ya que en muchos casos, no se conocía o no se llegaba a conocer el momento exacto a partir del cual se volvía obligatorio el lanzamiento de la OPA.

La reforma reviste suma importancia en cuanto al tema que nos atañe. Arroja claridad y aporta confianza jurídica tanto para las sociedades, como para los inversores, o sea para todos los operadores del mercado.

En las consideraciones del proyecto ley se dijo que “(...) *las modificaciones propuestas permitirán fortalecer las facultades de la Comisión Nacional de Valores como organismo regulador; mejorando los mecanismos de protección de los inversores y promoviendo prácticas mejores y más seguras en la infraestructura de mercado y el desarrollo de*

*productos de inversión para el financiamiento de proyectos. Todo esto constituirá un factor determinante para aumentar la base de inversores, tanto profesionalizados como particulares y de empresas que se financien en el mercado de capitales. De manera continuada, desde el año 2008, los distintos países del mundo han adoptado normas modificando la regulación y supervisión de sus sistemas financieros con un triple objetivo: reducir los riesgos sistémicos, promover la transparencia en los mercados y proteger al consumidor de servicios financieros. Este ha sido el camino adoptado por varios países en la región, entre los que se encuentran la República del Perú en el año 2013 y los Estados Unidos mexicanos y la República de Chile en el 2014. En este mismo sentido, los organismos internacionales especializados como la Organización Internacional de Comisiones Valores (OICV o IOSCO por sus siglas en inglés) han formulado numerosas recomendaciones y principios orientados a fortalecer los mecanismos de protección del inversor; implementar normas de transparencias en las operaciones financieras, reducir los conflictos de interés y lineamientos de gobierno corporativo en línea con establecido por la OCDE (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico), entre otros aspectos que han sido receptados en el proyecto de ley que se propicia, como forma de ajustar los principios de regulación de los mercados internacionales, adaptados a la idiosincrasia y tamaño de nuestro mercado de capitales. La República Argentina ha modificado su ley de mercado de capitales en el año 2012 para recoger algunas de las prácticas internacionales modernas, pero la reforma ha generado situaciones de inseguridad jurídica que es necesario corregir. Por otro lado, en dicho año solo se ha reformado la legislación del mercado de capitales, pero no así otros marcos legislativos importantes relacionados, como las leyes de fondos comunes de inversión, obligaciones negociables y caja de valores y otros marcos regulatorios relevantes*

*como los referidos a los derivados e impuestos. Por ello, el proyecto de ley que aquí se propicia busca modernizar todo el marco normativo aplicable al mercado de capitales nacional incorporando las prácticas internacionales más modernas de regulación con el propósito de contar con leyes que contribuyan a su desarrollo”.*<sup>7</sup>

A su vez, consagra los principios estipulados por IOSCO<sup>8</sup> y los plasma en su Artículo 1 ° al establecer su objetivo: *promover la participación en el mercado de capitales; fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los inversores; promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas; propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos de acceso y conexión; reducir el riesgo sistémico en los mercados de capitales mediante acciones y resoluciones tendientes a contar con mercados más seguros conforme las mejores prácticas internacionales; propender a la integridad y transparencia de los mercados de capitales y propender a la inclusión financiera.*<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Bruno, Eugenio A., *Modificaciones en la ley de mercado de capitales 26.831*, LA LEY ONLINE, AR/DOC/1798/2018.

<sup>8</sup> Organización Internacional de Comisiones de Valores.

<sup>9</sup> Ley de Financiamiento Productivo Ley N ° 27.440. Artículo 1 ° Objeto. Principios. La presente ley tiene por objeto el desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos dentro de dicho mercado. Son objetivos y principios fundamentales que informan y deberán guiar la interpretación de este ordenamiento, sus disposiciones complementarias y reglamentarias: a) Promover la participación en el mercado de capitales de inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo; b) Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor; c) Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas; d) Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos de acceso y conexión, con protocolos de comunicación estandarizados, de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología; e) Fomentar

La normativa establece tres tipos de OPA obligatorias, ellas son: i) por toma de control, caso en que la OPA debe lanzarse cuando se busque alcanzar o se haya alcanzado el control de una sociedad que se encuentre en el mercado; ii) por retiro del régimen de oferta pública; y iii) por adquisición de participaciones residuales, cuando el controlante sea accionista de al menos el 95% del capital.

En adición, la mentada ley determina la forma mediante la cual debe presentarse la oferta, esto es, ante el organismo de control tan pronto como sea posible y poniendo un plazo de máximo de un mes desde que se concreta el cierre de la participación de control. Asimismo, *estipula que la oferta debe efectuarse por la totalidad de las acciones con derecho a voto y demás valores negociables emitidos que den derecho a acciones también con derecho a voto, y no podrán sujetarse a condición alguna.*

Por otro lado, introduce cambios en lo que refiere a precio equitativo y los criterios para llegar al mismo, con el fin de solucionar varios problemas que habían surgido en caso de OPA anteriores.

Por su parte, en las OPA voluntarias se permite que el oferente fije el precio de la oferta a su discreción, sin que sea de aplicación lo de precio equitativo de las OPA obligatorias, no obstante ello, deberá cumplir con los demás recaudos normativos. En relación a las OPA obligatorias, la contraprestación debe ser en dinero; no estaría permitido que sea solo un canje de valores, debe haber ineludiblemente un pago de un precio equitativo en efectivo.

---

la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones;

f) Reducir el riesgo sistémico en los mercados de capitales mediante acciones y resoluciones tendientes a contar con mercados más seguros conforme las mejores prácticas internacionales; g) Propender a la integridad y transparencia de los mercados de capitales; h) Propender a la inclusión financiera.

Asimismo, modifica el porcentaje de las participaciones de control elevándolo a 50% cuando con la normativa anterior estaba en 35%, aunque también concibe que puede haber control de hecho o derecho con un porcentaje menor al 50.

Tanto la CNV como el accionista minoritario pueden objetar el precio. Así, en los casos donde se impugne, estará impedida la transmisión de pleno derecho de las acciones y de los títulos convertibles a favor del oferente hasta que la CNV no otorgue la autorización correspondiente.

La impugnación también podrá ser efectuada el accionista minoritario, ante el tribunal arbitral del mercado en que liste la emisora o ante los tribunales ordinarios con competencia en materia comercial del domicilio de la sociedad. Inclusive, el accionista minoritario tiene la opción de realizar la impugnación primero ante CNV, en el plazo estipulado.

La ley faculta a CNV en aquellos casos de incumplimiento a subastar las participaciones adquiridas, previa intimación de los obligados. También se les puede impedir ejercer derechos políticos de sus acciones, siendo nulos los actos aprobados en dicho ejercicio.

Por último, y no por ello menos importante, se faculta al organismo a exceptuar OPA obligatorias por toma de control en aquellas situaciones en que se trate de adquisiciones por un volumen no significativo, siempre que hayan sido realizadas a precio de listado y cuando la sociedad afectada se encuentre de forma manifiesta y demostrable en condiciones financieras desfavorables.

C. Requisitos normativos de CNV - Resolución General 779/18

En junio de 2018, se publicó la Resolución General RESGC-2018-742-APN-DIR#CNV<sup>10</sup> de CNV y posteriormente, en diciembre de 2018, CNV emite la Resolución General RESGC-2018-779-APN-DIR#CNV, donde se regulan las OPA en base al marco legal de la Ley N ° 27.440.

La nueva resolución, recogida en el texto ordenado de CNV, efectúa modificaciones y aclaraciones en relación a determinados conceptos, con el objetivo de lograr el desarrollo del mercado de capitales en el país.

En los considerandos de dicha resolución, se expresa que con la reforma se busca proteger al inversor en el régimen de oferta pública, así como solucionar conflictos que se dan en este tipo de procedimientos.

*La reglamentación tuvo por objeto ordenar el procedimiento aplicable a los distintos supuestos de Ofertas Públicas de Adquisición y/o canje de valores negociables, otorgando reglas claras y objetivas, tendientes a garantizar la seguridad jurídica y eficiencia de los procesos, protegiendo al mismo tiempo los intereses económicos y financieros de los accionistas minoritarios, en particular en lo atinente a la moneda y forma de liquidación. Que la normativa proyectada recepta la evolución internacional en la regulación del instituto, teniendo en cuenta particularmente la experiencia regulatoria del Reino de España y de la Comunidad Europea; así como las recomendaciones de organismos internacionales*

---

<sup>10</sup> Resolución General RESGC-2018-742-APN-DIR#CNV del 4/6/2018  
<https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=2>



*especializados.*<sup>11</sup>

Por otro lado, se establecen nuevos plazos en relación a la publicación del anuncio, a la presentación de la solicitud de autorización a la Comisión Nacional de Valores (al respecto la misma deberá presentarse de forma íntegra y completa), al lanzamiento y liquidación de la OPA y la publicación del prospecto e información de resultados, todo ello con el objeto de precisar y acotar los plazos en las distintas etapas del proceso, de manera que, en beneficio de los inversores, disminuir significativamente los tiempos de su trámite y costos que acarrearba.

A la par, se incluyen definiciones como la de oferta pública de adquisición que anteriormente no se encontraba prevista en la normativa, tanto obligatoria como voluntaria y sus alcances, se precisan excepciones en relación al régimen de OPA, se estipula que debe haber una evaluadora independiente o más respecto, del precio equitativo y se determinan los requisitos que deben cumplir las mismas para revestir tal carácter, y los contenidos mínimos en cuanto a los informes. En relación a los costos que conlleva el procedimiento de OPA, se ha posibilitado que la garantía sea otorgada por parte de una entidad financiera extranjera, con sucursal o representación permanente en la REPÚBLICA ARGENTINA, y una entidad aseguradora fiscalizada por la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACIÓN, en este último caso previa conformidad del Organismo.

Asimismo, se reguló el procedimiento de impugnación en caso de objeción del precio por la CNV, las consecuencias del incumplimiento a la obligación de formular una Oferta Pública de Adquisición, y lo concerniente a las ofertas competidoras y aquellos supuestos en

---

<sup>11</sup> Resolución General RESGC-2018-779-APN-DIR#CNV del 27/12/2018  
<https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=2>.

los que no sería obligatorio el lanzamiento de una OPA.

Con el fin de evitar confusiones y conflictos en cuanto a la información brindada se incorpora un modelo de anuncio y de Prospecto, para que todas las sociedades tengan un modelo a seguir por igual; asimismo, se requiere que el contenido del anuncio sea veraz, claro y completo, de manera que no induzca a confusión o engaño, y deberá ser redactado de manera que resulte fácil su análisis y comprensión para todos los operadores del mercado.



## **V. ANÁLISIS DE LAS OPA EFECTUADAS BAJO LA NUEVA NORMATIVA**

### A. “Meranol S.A.C.I. s/Oferta Pública de Adquisición (OPA) Meranol S.A.C.I.”

La OPA obligatoria fue formulada por MERANOL SOCIEDAD ANÓNIMA COMERCIAL, INDUSTRIAL (en adelante “MERANOL”), para la adquisición de todas las acciones ordinarias, emitidas y en circulación de MERANOL, libres y exentas de todo gravamen, prenda, medida cautelar u otra medida que las pudiere afectar, con listado autorizado en BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA (en adelante BYMA), en cumplimiento de lo dispuesto por los artículos 86 y siguientes de la Ley N ° 26.831 y modificatorias y en el Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), como consecuencia de la decisión de retirarse del régimen de oferta pública de acciones, que fuera adoptada por la Asamblea General Extraordinaria de accionistas.

MERANOL ingresó al Régimen Especial de oferta pública para Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes), para el ofrecimiento de sus acciones y a su vez, se encontraba dentro del Régimen PyME CNV<sup>12</sup> de Oferta Pública de Obligaciones Negociables (ONs).

Posteriormente, la sociedad informó mediante hecho relevante la demora en la confección del informe de valuación y de la garantía por parte de las entidades contratadas, con motivo de la emergencia sanitaria declarada como consecuencia de la pandemia del Covid-19.

---

<sup>12</sup> Pequeñas y Medianas empresas Capítulo VI, Título II de las Normas CNV 2013 y mod.  
<https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=3>

La Evaluadora Independiente denominada “First Corporate Finance Advisors” fue la contratada para realizar el informe de evaluación independiente.<sup>13</sup>

Por su parte, el Directorio de la sociedad, aprobó por unanimidad el Informe de la Evaluadora Independiente e hizo constar en el acta que no existe decisión tomada o inminente o que estuviese en estudio, con posibilidades razonables de ser adoptada, que a juicio de los directores sea relevante a los fines de la aceptación o el rechazo de la OPA, como así tampoco, acuerdos entre la sociedad y los miembros del Directorio en relación con la citada oferta. Por su parte la Síndico Titular, manifestó no tener observaciones que realizar respecto del informe mencionado.

Ahora bien, hay que recordar que, desde diciembre de 2018 en adelante, en las Normas de la CNV, las pautas para la determinación del precio equitativo en las OPA por retiro, se regulan en el artículo 14 de la Sección III del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.)<sup>14</sup>, por la modificación de las Normas de CNV que se produjo con la

---

<sup>13</sup> Hecho relevante en la AIF del 26/05/2020 ID N° 2614519, <https://www.argentina.gob.ar/cnv>

<sup>14</sup> SECCIÓN III PRECIO EQUITATIVO. DETERMINACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO. ARTÍCULO 14.- Para la determinación del precio equitativo se deberá tener en cuenta lo siguiente: 1) En el caso de ofertas por toma de control se aplicarán las pautas establecidas en el apartado I del artículo 88 de la Ley N° 26.831 y modificatorias, y a tales efectos se considerará: a) Que el precio más elevado que se haya pagado o acordado referido en el citado artículo, incluye cualquier otra contraprestación adicional que se haya pagado o acordado en relación con dichos valores. b) En caso que el precio final pagado se incremente con motivo de ajustes posteriores, deberá recalcularse el precio ofrecido y ajustar el mismo si este arroja un valor superior. En el supuesto que el ajuste se produzca finalizado el período de la oferta, deberá pagarse la diferencia a quienes aceptaron la oferta dentro de los DIEZ (10) días corridos siguientes al efectivo pago del incremento. c) A los fines de la determinación del precio promedio previsto en el artículo 88, apartado I, inciso b) se tomará el promedio simple que será el resultante del cociente entre la sumatoria de los precios de cierre, contado normal, en las ruedas en que hubo negociación de la especie, y la cantidad de ruedas con negociación efectiva en el período considerado. Las series de precios utilizadas para el cálculo deberán ser homogéneas, en especial

---

cuando se haya visto afectada por el pago de dividendos, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio. d) Se entenderá que el volumen no es significativo en términos relativos cuando el total de operaciones realizadas por el oferente en forma individual o concertada sobre la especie afectada a la oferta, represente el CINCO por ciento (5%) o menos del volumen total de negociación en la rueda del día de concertación, en esa especie. e) Una especie reúne requisitos mínimos de liquidez cuando se verifiquen en forma conjunta los siguientes supuestos: e.1) El total de acciones admitidas a la oferta pública menos la cantidad de dichas acciones que pertenezcan a la controlante, alcance o supere el VEINTICINCO por ciento (25%) del capital autorizado a la oferta pública. e.2) El valor efectivo promedio diario negociado de la especie, considerando las jornadas en las que ella se hubiera negociado en todos los mercados autorizados por la Comisión, durante el semestre inmediatamente anterior a la comunicación de la operación por la cual se acuerde el cambio en la participación de control, sea igual o superior al equivalente en pesos de DÓLARES ESTADOUNIDENSES OCHOCIENTOS MIL (U\$S 800.000), considerando a tal fin el tipo de cambio vendedor del dólar billete estadounidense del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, correspondiente al cierre de las operaciones del día hábil inmediato anterior a la fecha de cálculo. El período del semestre a computar será aquel que resulte de aplicar lo dispuesto en el artículo 15 de este Capítulo. f) Para el cálculo del volumen promedio se considerará el número de ruedas en que la acción tuvo negociación en todos los mercados autorizados por la Comisión, respecto al total de ruedas del período computado para el cálculo. g) Se entenderá por acciones listadas, a la cantidad de acciones autorizadas a la oferta pública y que cuentan con autorización de listado en un mercado autorizado por la Comisión. La excepción contemplada en el último párrafo del apartado I del artículo 88 de la Ley N° 26.831 y modificatorias, referida a la no aplicación del promedio previsto en el inciso b) del mismo, solo alcanza a los casos en que se verifique la liquidez requerida en el inciso e), y se alcance o supere el porcentaje mínimo del VEINTICINCO por ciento (25%) de acciones listadas conforme lo expuesto en este artículo. De no verificarse alguno de los supuestos no procederá la excepción. 2) En el caso de otros supuestos de ofertas obligatorias, previstas en el artículo 88, apartado II de la Ley N° 26.831 y modificatorias, se considerará que: a) Resultan de aplicación, en lo pertinente, las reglas previstas en los incisos a), b), c) y d) del punto anterior y lo expuesto en los puntos 3) y 4). b) El balance especial de retiro previsto en el inciso c) del apartado II, deberá confeccionarse de conformidad con lo establecido en el artículo 16 del Capítulo I del presente Título. 3) En caso de que el precio equitativo sea establecido en una moneda distinta a pesos, deberá, en su caso, convertirse al tipo de cambio vendedor dólar billete estadounidense del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA del día anterior a la fecha de liquidación. 4) Cuando el precio equitativo sea el mayor precio pagado o acordado y el mismo se encuentre expresado en una moneda distinta a pesos, la liquidación y pago deberá realizarse en esa misma moneda o al valor resultante de convertir ese precio al tipo de cambio vendedor billete del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA del día anterior a la fecha de liquidación. 5) La excepción de aplicación del inciso b) de los apartados I y II del artículo 88 de la Ley N° 26.831 y modificatorias, prevista en el apartado V del citado artículo, sólo procederá cuando se acredite que la sociedad afectada se encuentra, a la fecha de toma de control, sometida a concurso preventivo de acreedores,

reglamentación RG N ° 779/18 de la Ley N ° 27.440.

Se hace notar que, en la última parte del artículo antes referido, se exige que los informes de las evaluadoras independientes contemplen todos los métodos enunciados en el apartado II, con todas sus opciones.

Al respecto, del informe de la firma evaluadora, con relación a la metodología utilizada para su análisis, surge que: *“De acuerdo a la Resolución 622/2013 de la Comisión Nacional de Valores en el Título III, Capítulo II, Sección I, Artículo 5 se establece cuando se formule una oferta pública de adquisición, para determinar el precio de la oferta deberá ponderarse; (i) el valor patrimonial de las acciones, (ii) el valor de la sociedad valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades con negocios 11 comparables, y (iii) el promedio de los valores de negociación durante el semestre inmediatamente anterior al de la oferta. Teniendo en cuenta dicha resolución, para realizar nuestro análisis de razonabilidad del Precio hemos analizado el valor de la acción de la Compañía en base a las siguientes metodologías de valuación: 1. Método del Ingreso - Flujo de Fondos Descontados (“FFD”) 2. Método del Mercado -Compañías Comparables y Transacciones Similares 3. Valor patrimonial de las acciones 4. El promedio de los valores de negociación durante el semestre inmediatamente anterior al de la oferta”.*<sup>15</sup>

---

acuerdo preventivo extrajudicial o procedimiento preventivo de crisis ante el MINISTERIO DE PRODUCCIÓN Y TRABAJO. En los casos que corresponda acompañar UNO (1) o más informes de evaluadora independiente, los mismos deberán ser publicados en forma inmediata en la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA y ser acompañados al momento de la solicitud. Dichos informes deberán contemplar todos los métodos enunciados en el artículo 88, apartado II, con todas sus opciones.

<sup>15</sup> Hecho relevante en la AIF del 26/05/2020 ID N ° 2614519, <https://www.argentina.gob.ar/cnv>.

La referencia a esa norma, omite considerar la reforma introducida por la Ley N ° 27.440 de Financiamiento Productivo (en adelante “LFP”) a la LMC, que motivó la modificación del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), a través de la Resolución General de la CNV N ° 779 del 27/12/2018.

Determinando que el precio a pagar se calcula a la fecha indicada con la legislación y la normativa vigente, mediante la aplicación de los parámetros allí previstos.

La CNV como órgano responsable del régimen de transparencia en el ámbito del mercado de capitales, tiene la potestad de objetar el precio si considera que el mismo no es “equitativo”.

El objetivo de la regulación en esta materia o elemento de la tutela regulatoria no es otro que la protección del inversor minoritario. La decisión de retirarse del régimen de la oferta pública y del listado, resulta una cuestión trascendente porque le quita a la acción la posibilidad de negociación, es decir, su característica de liquidez, tenida en cuenta por el inversor al momento de adquirirla, y es lo que le permite a su tenedor recurrir al mercado de valores para convertirla en dinero cuando lo desee.

Frente a la decisión de retiro adoptada por el accionista controlante, la posibilidad para el accionista minoritario de dejar de ser parte de la sociedad, cuando las bases del contrato son alteradas, obra como una garantía básica; de ahí la importancia de la regulación y de un ejercicio apropiado de las facultades otorgadas al Organismo, lo que constituye un desafío que obliga a buscar soluciones jurídicas que permitan conjugar los intereses en pugna.

El directorio de CNV mediante la Providencia N ° PV-2020-73605627-APN-

GED#CNV del 29 de octubre de 2020, resolvió objetar el precio ofrecido por MERANOL SOCIEDAD ANÓNIMA COMERCIAL, INDUSTRIAL en la Oferta Pública de Adquisición de acciones por retiro del régimen de oferta pública, por no ajustarse a las pautas establecidas en el artículo 88 apartado II de la Ley N° 26.831 y modificatorias<sup>16</sup>; se le requirió que dentro de un plazo de treinta (30) días corridos desde la notificación de la providencia, adecúe los términos de la oferta a la disposición legal mencionada en el punto anterior; y por último, se requirió a MERANOL S.A.C.I. la publicación -a través de la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA (AIF)- de lo resuelto en la providencia con carácter de hecho relevante y en forma inmediata, y además los informes complementarios de la evaluadora independiente.

Vale destacar que la Sociedad cumplió con lo indicado publicando el hecho relevante<sup>17</sup>, al cual se puede tener acceso desde el sitio web del organismo de control.

Al respecto, la LFP expresa específicamente que la CNV deberá tomar especialmente

---

<sup>16</sup> Artículo 88, V. Objeción del precio. La Comisión Nacional de Valores podrá, dentro del plazo que establezca la reglamentación que dicte el organismo, objetar el precio ofrecido con arreglo a lo dispuesto en los apartados anteriores cuando se diera alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que la negociación de los valores negociables de la sociedad afectada en el período de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio;
- b) Que la negociación de los valores de la sociedad afectada en el período de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que motiven el inicio de una investigación y/o procedimiento sumarial por la Comisión Nacional de Valores;
- c) Que las adquisiciones del período de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al precio más alto que resulte de incluir el importe correspondiente a dicha compensación.

<sup>17</sup> Hecho relevante en la AIF bajo el ID N° 2675952, <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30500645772?fdesde=31/3/2017>.



en cuenta el proceso de decisión que fije el precio de la oferta, en particular la información previa y fundamentos de esa decisión, así como el hecho de que para tal decisión se haya pedido la opinión de una evaluadora especializada independiente<sup>18</sup> y se cuente con la opinión favorable del Comité de Auditoría y de los órganos de administración y de fiscalización de la sociedad emisora de los valores negociables objeto de la oferta.

En este caso de OPA, la CNV como ente que regula, controla y fiscaliza, a los operadores del mercado de capitales, vigilando las operaciones y controlando que las mismas se adecuen a los principios que estipula la normativa y en los cuales se basa el derecho societario -objetó el precio de la oferta por no cumplir con los parámetros estipulados en las normas y por no ser equitativo-.

Asimismo, el informe de la valuadora independiente no cumplía con los criterios estipulados en la normativa vigente. Atento a ello, con el poder de policía que reviste el organismo, CNV requirió a la sociedad que adecue el precio a los parámetros estipulados en las normas y publique los informes de las evaluadoras en la AIF para cumplir con los principios de transparencia en el mercado y de publicidad e información de sus actos.

Por último, cabe añadir que, en numerosas ocasiones, la equidad del precio queda

---

<sup>18</sup> Artículo 19 del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), El informe de valuación deberá ser realizado por una entidad evaluadora responsable independiente, que posea experiencia en aspectos contables, financieros y de valoración y que reúna los requisitos de independencia previstos en el artículo siguiente. En el informe deberán describirse los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, en las condiciones establecidas por la Ley N° 26.831, sus modificatorias y estas Normas, que aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas. En el informe se justificará cada uno de los métodos empleados en la valoración. Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, expedirse sobre las pautas establecidas para la determinación de la relación de canje.

limitada a la técnica evaluativa del mismo, totalmente discrecional de quienes efectúan dichos informes, que quizás muchas veces no reflejan la transparencia que debiesen poseer. Por ello, es que se le concede a CNV el poder de objetar el precio cuando no es equitativo o no se cumplen determinados criterios normativos, como así también a los accionistas minoritarios y a estos, además, el derecho de presentar sus propios informes.

B. “Telecom Argentina S.A. s/OPA por Cablevisión Holding S.A.”

La OPA fue formulada por CABLEVISIÓN HOLDING S.A. (“CVH”, “la oferente” o “la opante”) para la adquisición de la totalidad de las acciones ordinarias Clase B, emitidas por TELECOM ARGENTINA S.A. (“TELECOM” o la “sociedad opada”) y con listado autorizado en BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A. (“BYMA”), que no sean de propiedad directa o indirecta del oferente y/o de FINTECH TELECOM LLC (“FINTECH”) y sus entidades vinculadas, en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 26.831, modificatorias (LMC) y su reglamentación.

La OPA se tornó obligatoria como consecuencia de, entre otras cosas, de hacerse efectiva la fusión por absorción de CABLEVISIÓN S.A. (como absorbida) por parte de TELECOM (absorbente), tras la cual CVH adquirió la titularidad directa e indirecta de acciones Clase D de TELECOM.

Con relación al precio ofrecido opinaron las evaluadoras COLUMBUS MB S.A. y BUENOS AIRES ADVISORS Investment Banking.

El Directorio de TELECOM emitió su opinión favorable sobre el precio ofrecido, tras

haber contratado a DELOITTE S.C. para que emita opinión. Ese órgano consideró que el precio ofrecido había sido fijado conforme a los términos del artículo 88 apartado I de la LMC.

Posteriormente, la sociedad interpuso medida cautelar, lo cual fue informado mediante la AIF como Hecho Relevante<sup>19</sup>. Dicha cautelar, tramitó ante el Juzgado Civil y Comercial Federal N° 3, en los autos caratulados “Cablevisión Holding S.A. c/ Comisión Nacional de Valores s/ Medidas Cautelares” Expte. 7998/2018 y disponía que la Comisión Nacional de Valores debía abstenerse de expedirse y resolver sobre la autorización de la Oferta Pública de Adquisición Obligatoria de Acciones Clase B de Telecom Argentina S.A. promovida y formulada por la sociedad el 21 de junio de 2018, hasta tanto fuera resuelta la medida cautelar peticionada, una vez cumplidas las previsiones del art. 4 de la ley 26.854.

A continuación, la Sociedad fue notificada de la resolución del 9 de mayo de 2019 recaída en autos “Burgueño Daniel c/ EN - CNV s/ Medida Cautelar (Autónoma)” Expte. 89537/2018 en trámite ante el Juzgado Contencioso Administrativo Federal N°1, Secretaría N° 1, donde el accionista minoritario de la Sociedad, Sr. Daniel Burgueño, solicitó una medida cautelar que ordene a la CNV a que se abstenga de impulsar, continuar y resolver el trámite relativo a la autorización de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones Clase B de Telecom Argentina S.A. formulada por la Sociedad.

Dicho juzgado hizo lugar a la demanda interpuesta por el accionista de la Sociedad, que sostenía que la Sociedad no se encuentra alcanzada por la obligación de realizar la Oferta

---

<sup>19</sup> Hecho Relevante ID N° 589318,  
<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30715591231?fdesde=30/3/2017>.

Pública de adquisición de Acciones, ello en los términos del art. 32 inc. k) de la RG 779/18 y ordenó a la Comisión Nacional de Valores que considere concluido el trámite oportunamente iniciado.

Por último, la Cámara Contencioso Administrativo Federal -Sala V-<sup>20</sup>, denegó el recurso extraordinario interpuesto por la Comisión Nacional de Valores ("CNV") contra la sentencia del 8 de septiembre del 2020, que confirmara la sentencia de primera instancia que hiciera lugar a la demanda interpuesta por el Sr. Bugueño, disponiendo que Cablevisión Holding S.A. no se encontraba alcanzada por la obligación de realizar la Oferta Pública de adquisición de acciones de Telecom Argentina S.A., ello en los términos del art. 32 inc. k) de la RG 779/18. A la postre, ordenaba a la CNV a que considere concluido el trámite oportunamente iniciado, condenándola con costas e intimándola a cesar en la continuación del procedimiento iniciado con respecto a la OPA.

Cabe poner de manifiesto, que el problema en la presente OPA se debió a que, durante el inicio del procedimiento, se sancionó la Ley de Financiamiento Productivo Ley N° 27.440. Dicha norma estipula que CNV será la encargada de reglamentar aspectos no definidos por la norma. Al momento del lanzamiento de la OPA, el organismo aún no había emitido dicha reglamentación, pero sí había sometido al procedimiento de "Elaboración Participativa de Normas" a través de la Resolución General N° 742 publicada el 04/06/2018, una consulta no vinculante sobre el régimen de las OPA, con el fin de involucrar a todos los sectores interesados y de fortalecer la relación entre el Estado y los operadores del mercado.

---

<sup>20</sup> Expte. N° 33.763/2019, Bugueño Daniel Fernando c/ EN - CNV s/ proceso de conocimiento, año 2020.

Ahora bien, una vez reglamentada la ley mediante la Resolución 779/18, el juzgado entendió que la situación de la sociedad se encontraba contemplada en una de las causales por las cuales no era necesario el lanzamiento de una OPA, según el Artículo 32 inciso k), el cual establece que en caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad admitida al régimen de oferta pública de sus acciones, directa o indirectamente, la participación de control prevista en el artículo 87 de la Ley N° 26.831 y modificatorias, y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la Asamblea Ordinaria correspondiente de la sociedad afectada.

Finalmente, con la reglamentación de la ley, la sociedad salió beneficiada y no tuvo que lanzar una OPA con los costos que dicho procedimiento trae aparejado.

C. “Unipar Carbocloro S.A. s/Retiro Voluntario del Régimen de Oferta Pública y Listado”

En el año 2019, se llevó adelante la OPA obligatoria e irrevocable formulada por UNIPAR CARBOCLORO S.A, para la adquisición de todas las acciones ordinarias, emitidas y en circulación de UNIPAR INDUPA S.A.I.C., con listado autorizado en BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA, que no eran de propiedad directa o indirecta de UNIPAR, en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 97 y siguientes de la Ley N° 26.831 y modificatorias (LMC) y en el Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), como consecuencia de la decisión de retirarse del régimen de oferta

pública, adoptada por la Asamblea Extraordinaria de accionistas.

La asamblea antes mencionada, con un *quorum* del 93,33% del capital emitido, aprobó por mayoría de los votos presentes el retiro del régimen de la oferta pública; la formulación de una OPA por el accionista controlante UNIPAR CARBOCLOORO, y el precio de la oferta de \$21,94, para lo cual se ponderó la opinión de Finanzas y Gestión S.A. en su carácter de evaluadora independiente.

Luego, el Directorio de la sociedad emitió su opinión, para lo cual contó con el informe de Price Waterhouse & Co. Asesores de Empresas S.R.L., evaluadora contratada por la sociedad, del que surgió un precio razonable y equitativo, y contemplaba adecuadamente los parámetros y criterio fijados por la LMC (art. 88 apartado II) y las NORMAS de la CNV.

Por su parte, los accionistas minoritarios, en virtud del derecho que les reconoce el artículo 18 del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), presentaron su propio informe de valuadora.

Así las cosas, la sociedad ofreció un nuevo precio, el cual no mereció observaciones en virtud de que los cálculos presentados se encontraban dentro de los parámetros metodológicos establecidos normativamente.

En este caso, hubo un inconveniente en cuanto al vencimiento del plazo para que los accionistas minoritarios impugnen el precio ofrecido, en el marco de lo establecido en los artículos 96 de la LMC, y 27 y 28 de la Sección VII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.). Al respecto, cabe tener presente que, de acuerdo con lo establecido en dicho artículo, la posibilidad de objetar el precio por parte de los accionistas

minoritarios nace desde el anuncio de la oferta y presentación de la solicitud de retiro, y se extiende hasta el plazo de objeción que tiene la Comisión. En consecuencia, una vez reunida la totalidad de la documentación transcurre el plazo de VEINTE (20) días hábiles previsto en el artículo 27 de la Sección VII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).

En relación a esta OPA, se puede observar que los accionistas minoritarios hicieron uso del derecho que les otorga la normativa de acompañar un informe de evaluadora a su cargo, lo cual se encuentra estipulado en el Artículo 18 del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), el cual establece que: *“(...)cualquier accionista podrá presentar al oferente y a su costa un informe de evaluadora independiente, elaborado conforme a lo establecido en los artículos 19 y 20 de este Capítulo, respecto del precio ofrecido en el anuncio de la oferta, dentro de los QUINCE (15) días corridos de efectuado el anuncio, quien deberá remitirlo a la sociedad afectada inmediatamente, la cual deberá proceder a su difusión inmediata a través de la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA.”*<sup>21</sup>

El fin de la norma fue poder brindar a los accionistas minoritarios herramientas a los efectos de que también puedan acompañar informes de evaluadoras, con costo a su cargo, pero la finalidad es asegurar un trato igualitario de todos los accionistas frente al complejo

---

<sup>21</sup> “DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS RESPECTO AL PRECIO EQUITATIVO. ARTÍCULO 18.- En los casos de ofertas públicas de adquisición obligatoria en los que resulte exigible la presentación del informe de valuación, cualquier accionista podrá presentar al oferente y a su costa un informe de evaluadora independiente, elaborado conforme a lo establecido en los artículos 19 y 20 de este Capítulo, respecto del precio ofrecido en el anuncio de la oferta, dentro de los QUINCE (15) días corridos de efectuado el anuncio, quien deberá remitirlo a la sociedad afectada inmediatamente, la cual deberá proceder a su difusión inmediata a través de la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA”.

procedimiento que se lleva adelante.

Asimismo, todos los informes de las evaluadoras deberán ser publicados en la Autopista de la Información Financiera (AIF) a los fines de darle publicidad, transparencia al procedimiento y acceso a la información por igual a todos.

Es de suma importancia garantizar en estos procesos la transparencia del mercado, la confianza y la seguridad en el mismo, la simetría de la información, y el trato igualitario entre los inversores, a los fines del futuro desarrollo del mercado de capitales. El principio de la transparencia y de información exige que todas las emisoras que se encuentran en la oferta pública ofrezcan información fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continuada e igual para todos, y es a lo que se comprometen las sociedades cuando ingresan al régimen de la oferta pública, ya que es una obligación por parte de ellas.

Al respecto, se encuentra especialmente estipulada toda la información que las sociedades deben brindar periódicamente en el marco de la transparencia de la oferta pública, y cuando acontecen determinados hechos, las sociedades deben informarlo de forma inmediata; lo indicado se encuentra estipulado en el Título XII de las normas de CNV denominado “TRANSPARENCIA EN EL ÁMBITO DE LA OFERTA PÚBLICA”.

En este sentido, traemos a colación lo expresado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN), al sostener que: *“(...)la venta del paquete accionario de control de la firma es un hecho relevante en los términos del régimen informativo de la Cámara Nacional de Valores, en tanto es un acontecimiento que, por su importancia, es apto para afectar en forma sustancial la colocación y negociación de valores negociables, y la conducta de los sumariados contribuyó a crear un manto de incertidumbre sobre la existencia y luego sobre*



*los datos relevantes de las negociaciones en marcha, para la venta del paquete accionario de la emisora, máxime ante la información publicada por la prensa. En definitiva, ello atentó contra la transparencia del mercado y la simetría de la información, y, en definitiva, contra el adecuado funcionamiento del mercado de valores (...)*".<sup>22</sup>

Ahora bien, en relación al plazo de impugnación del precio equitativo por parte de los accionistas minoritarios, la normativa no es clara y precisa, en relación a dicho plazo.

El artículo 96 de la Ley de Mercado de Capitales estipula que, en el supuesto de las ofertas públicas de adquisición obligatorias, los accionistas minoritarios podrán objetar el precio desde el anuncio de la oferta y presentación de la solicitud de retiro, y hasta el plazo de objeción que tendrá la Comisión Nacional de Valores, conforme la reglamentación que dicte a tales efectos.

En los Artículos 27 y 28 de la Sección VII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), se estipula que la CNV dispondrá de un plazo de VEINTE (20) días hábiles para resolver la solicitud de OPA, contados desde el momento en que quede reunida toda la documentación y no se formulen nuevas observaciones y/o pedidos de información; y se establece que CNV podrá objetar el precio, dentro de dicho plazo.

Sin duda alguna, puede observarse que el problema radica en que los accionistas minoritarios no tienen acceso a las actuaciones donde tramita la OPA, por lo cual desconocen el momento exacto en que la documentación se encuentra reunida de forma completa, y que

---

<sup>22</sup> Expte. N ° 276/07, "Comisión Nacional de Valores c/ Alpargatas S.A.I.C. s/ organismos externos. Seguimiento posible venta de paquete accionario", CSJN, 25/9/2015.

ya no existen observaciones por parte del organismo de contralor.

Ante tal situación, se solicitó a la sociedad que, en el Hecho Relevante en la AIF mediante el cual informaba que se encontraba aprobada por el directorio del organismo la oferta pública de adquisición por retiro del régimen de la oferta pública, informe también el plazo para impugnar el precio, ya que la sociedad conocía y debía hacer de público conocimiento el momento en que toda la documentación había sido reunida para llevar adelante la solicitud de OPA.

Si bien la norma no es clara y precisa al respecto, en los hechos se pudo resolver el conflicto garantizando el deber de información y los derechos de los accionistas minoritarios de conocer el plazo para poder impugnar el precio que consideraban que no era equitativo.

D. “MFG Holding S.A.U. s/OPA Adquisición Quickfood”

La OPA resultó obligatoria como consecuencia de que BRF S.A. (controlante de QUICKFOOD) celebró con MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. ("MARFRIG") -una sociedad constituida en la República Federativa de Brasil- un Contrato de Compraventa de Acciones de Quickfood S.A., por medio del cual Marfrig se comprometió a adquirir el 91,89% del capital social de esa sociedad.

MFG HOLDING S.A.U. es una sociedad integrante de un grupo económico junto con MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. (en adelante “MARFRIG”), cuyo objeto social principal es participar con otras personas en empresas o sociedades existentes o a constituirse, por

cuenta propia o de terceros.

Por su parte, QUICKFOOD es una empresa argentina dedicada a la elaboración y comercialización de alimentos. Vale mencionar que contaba con autorización para ofrecer públicamente sus acciones, con listado en BYMA bajo la especie "PATY", era subsidiaria de BRF y luego pasó a pertenecer al grupo económico MARFRIG.

Ante tal situación, se solicitó la aprobación de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones de MFG HOLDING S.A.U. para la adquisición de todas las acciones emitidas por QUICKFOOD S.A. y con listado autorizado en BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA (en adelante "BYMA"), que no eran de propiedad del oferente, conforme lo dispuesto por los artículos 87 y siguientes de la Ley N° 26.831 y modificatorias y las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).

Con relación a la determinación del precio, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 10 inciso c) de la Sección II del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), la sociedad acompañó informe especial del Contador Público, y por otro lado el Directorio, la Comisión Fiscalizadora y el Comité de Auditoría de la sociedad afectada por la oferta emitieron su opinión favorable sobre el precio ofrecido, para lo cual contaron con la opinión de la evaluadora independiente Brea Solans & Asoc.

Al respecto, se puede decir que dicha OPA no tuvo inconvenientes en el procedimiento y se adecuó a todos los requisitos de la normativa vigente. La sociedad publicó toda la información correspondiente en la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA (AIF) y en los mercados donde listaba, dando transparencia a todo el proceso y cumpliendo con todos los principios preceptuados en las normas.

E. Futuras OPA

Por último, en este momento se encuentran en trámite ante CNV dos OPA. Una de ellas es sobre Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A. (EDENOR S.A.), donde Pampa Energía S.A. (“Pampa Energía”), sociedad controlante titular del 100% de las acciones Clase A de Edenor, representativas del 51% de su capital social e igual cantidad de votos, celebró, en carácter de vendedora, un contrato de compraventa de acciones con Empresa de Energía del Cono Sur S.A. (la “Compradora”) e Integra Capital S.A., Daniel Eduardo Vila, Mauricio Filiberti y José Luis Manzano (los “Garantes”). En virtud de dicho contrato, Pampa Energía acordó, sujeto al cumplimiento de determinadas condiciones precedentes, incluyendo sin limitación, la aprobación por parte de la asamblea de accionistas y del Ente Nacional Regulador de la Electricidad (“ENRE”), vender el control de Edenor mediante la transferencia de la totalidad de las Acciones Clase A y los votos en dicha sociedad (la “Transacción”).<sup>23</sup>

La otra OPA en trámite, es de retiro del régimen de la oferta pública de Empresa Distribuidora La Plata S.A. (EDELAP S.A.). La misma informó mediante la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA (AIF) de CNV que el Directorio de la sociedad en su reunión del 18 de marzo de 2021, convocó a Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad para el día 22 de abril de 2021, con el fin de considerar el retiro

---

<sup>23</sup> Hecho relevante de Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A., publicado en la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA ID N ° 2697595, <https://aif2.cnv.gov.ar/presentations/publicview/a676d2b7-148c-49ca-8a80-0a9950d5cdd5>.

voluntario del régimen de oferta pública de acciones, el lanzamiento de la OPA por parte de la sociedad y la consideración de la aprobación del precio de adquisición de las acciones, entre otros puntos del orden del día.<sup>24</sup>

Siendo que ambos trámites están en sus inicios habrá que ver como se desarrollan, esto es, si se adecuan a los principios y requisitos contemplados en la normativa vigente, y si de surgir algún inconveniente o conflicto los mismos podrán ser resueltos bajo los alcances de dicha regulación.

#### F. Reflexiones

En base al análisis de los casos de OPA podemos arribar a las siguientes conclusiones:

(i) **Discrecionalidad.** Es un tema relevante que vincula la información que se brinda en los informes de las evaluadoras independientes al igual que la forma de confeccionarse de los mismos. Por tal motivo, resulta indispensable su correcto funcionamiento.

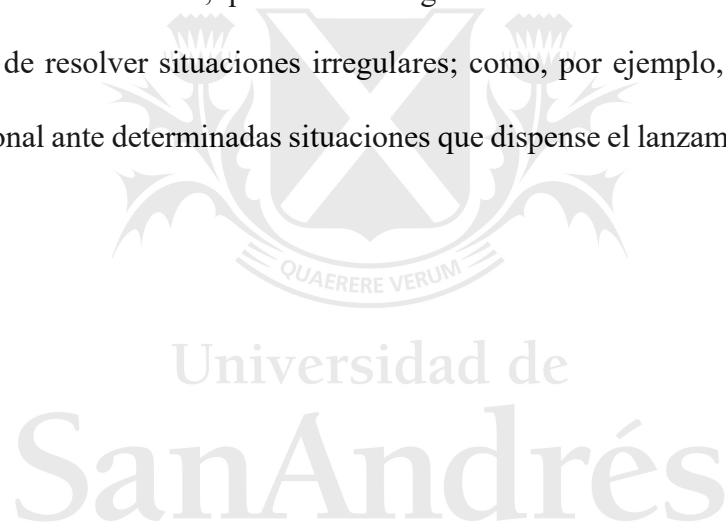
(ii) **Control CNV.** La importancia del control que lleva adelante CNV en cuanto al procedimiento en sí -y en lo relacionado a garantizar los principios fundamentales- a los efectos de que no se vean perjudicados los derechos de los accionistas minoritarios es esencial para un buen funcionamiento del mercado de capitales.

---

<sup>24</sup> Hecho relevante de Empresa Distribuidora La Plata S.A., publicado en la AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA ID N ° 2724647. <https://aif2.cnv.gov.ar/presentations/publicview/c8403871-ae8d-47fb-97c3-cfac4341e2f0>.

(iii) **Plazos**. La determinación de los plazos es una situación que, todavía, hay que precisar y aportar claridad. En muchas ocasiones, la determinación de los plazos afecta los derechos de los accionistas minoritarios y con sus consecuencias.

(iv) **Facultades Excepcionalidades**. Si bien la reforma normativa ordenó el procedimiento de las OPA -se puede objetar el precio, impugnar el mismo y efectuar presentaciones de informes de evaluadoras independientes por parte de los accionistas minoritarios-, aún resta por pensar una reforma a futuro que contemple dichos inconvenientes que sucedieron a la normativa actual. Esto es, que brinde al organismo contralor de facultades excepcionales a los fines de resolver situaciones irregulares; como, por ejemplo, el de otorgarle la facultad discrecional ante determinadas situaciones que dispense el lanzamiento de una OPA.



## **VI. CONCLUSIONES**

El propósito de esta tesis fue realizar un abordaje de la nueva normativa sancionada, con el fin de desentrañar si la misma resguarda los intereses de los accionistas minoritarios o si aún restan derechos de aquellos por ser salvaguardados.

Como metodología de abordaje, se efectuó un análisis de casos que han tramitado ante el organismo de control bajo la nueva reglamentación de las OPA.

Significa de gran complejidad la labor de CNV tener que velar por la protección del accionista minoritario, y al mismo tiempo cuidar que tal fin no sea llevado hasta tal extremo regulatorio que termine desalentando las OPA.

En torno a ello, considero que la normativa debe incentivar la creación de sociedades más eficientes y fomentar el ingreso al régimen de la oferta pública, aplicando el poder de policía cuando se requiera, a los fines de que los inversores generen confianza en el mercado y evitar toda sensación de incertidumbre o perspectiva de pérdida del capital.

En consonancia, entiendo que una reforma legal per se resulta insuficiente para generar un desarrollo del mercado de capitales e incentivar el ingreso de sociedades al régimen de la oferta pública. Para ello, es necesaria una normativa flexible, maleable; dado que sería inadecuada una normativa rígida que no tenga en consideración como se compone el capital de las sociedades de nuestro país, que no considere nuestro mercado local, ni se adecue a las condiciones socio económicas que vivimos.

Teniendo en cuenta las últimas crisis financieras mundiales, que fueron causadas, en cierta medida, por la falta de la regulación adecuada y por la falta de control suficiente, es que interpreto que debe reflexionarse acerca de las necesidades de la sociedad y del mercado

de capitales, con el fin de adecuar la normativa de las OPA a éstas. Ello permitirá mejoras integrales y una evolución conforme el ritmo y necesidades de aquellas.

Entre las cuestiones a pensar a futuro, en caso de una reforma normativa de OPA, sería la de otorgar al organismo de control la facultad discrecional ante determinados casos, dispensar el lanzamiento de una OPA -ya sea por una cuestión económica del momento o por una circunstancia específica- siempre que tal dispensa se encuentre fundada y sea respetuosa de los principios rectores del régimen de las OPA y el derecho societario.

A modo de conclusión, habré de sostener que no hay dudas de que la modificación en la normativa de las OPA trajo aparejado claridad y orden al régimen, adaptando el procedimiento a las necesidades actuales del mercado, donde se aplicó considerablemente la experiencia internacional y se adecuó la misma a los estándares internacionales, algo que se necesitaba de forma inmediata.

Empero, luego de efectuar un profundo análisis de los casos posteriores a dicha reglamentación, considero que se requiere el tratamiento y ajuste de determinadas cuestiones tales como más precisión y claridad en cuanto a la determinación de los plazos y mayor transparencia y menor discrecionalidad en todo el proceso; que permitirán afirmar que contamos con una reglamentación de OPA precisa, completa y que vela por los principios de: i) transparencia, ii) igualdad de trato, iii) información simétrica, oportuna y detallada, iv) plazos razonables y v) precio equitativo.

Concluyendo que, con la normativa con la que contamos actualmente nos encontramos ante la imposibilidad de garantizar los principios detallados con anterioridad, lo cual afecta la credibilidad y la confianza de los inversores en el mercado y, a la par, compromete la financiación de las sociedades que recurren al mercado de capitales.



Por último, y atento a las falencias detectadas en la normativa actual, considero que, si bien es necesaria la confección e implementación de una nueva reforma normativa para el régimen de las OPA, esta no debería efectuarse en el corto plazo dado que es de vital importancia llevar a cabo una evaluación y análisis de las contingencias que surgen como consecuencia de la aplicación de la última reforma efectuada, la cual tiene muy poco tiempo de implementación en el sector de mercado de capitales. Una vez que logremos advertir y analizar todos los vicios de la normativo, podremos llevar a cabo una nueva reforma que logre subsanarlos.



Universidad de  
**SanAndrés**

## VII. BIBLIOGRAFÍA

- Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440.
- Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 y sus modificatorias.
- Ley de Oferta Pública N° 17.811 y modificatorias.
- Ley General de Sociedades N° 19.550 y sus modificatorias.
- Decreto Régimen de Transparencia de la Oferta Pública N° 677/2001.
- Decreto Reglamentario de Mercado de Capitales N° 1023/2013.
- Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.
- Normas de la Comisión Nacional de Valores TOC 2013 (N.T.2013) y modificatorias.
- Resolución General CNV N° 742/18 del 4/06/2018, publicada en sitio web de la Comisión Nacional de Valores.
- Resolución General CNV N° 779/18 del 27/12/2018, publicada en sitio web de la Comisión Nacional de Valores.
- Información de sociedades en la oferta pública:  
<https://www.argentina.gob.ar/cnv/empresas>.

• Alfaro, Carlos, “MERCADO DE CAPITALES EN ARGENTINA: NUEVA LEGISLACIÓN TENDENTE A LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR”. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, (2003).

• Brizuela Mónica, Slipak Andrea y Tonini Cristina, “EL RÉGIMEN DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN ARGENTINA”. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, N ° 55, (2018).

• Bruno, Eugenio, “MODIFICACIONES EN LA LEY DE MERCADO DE CAPITALES 26.831”. *La Ley Online*, (2018).

• Camerini, Marcelo, “DETERMINACIÓN DEL "PRECIO EQUITATIVO" EN LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN”. *La Ley*, (2014):1-5.

• Cravath, Swaine & Moore LLP, “UNITED STATES OF AMERICA Takeover Guide”, <https://ibanet.org>.

• Di Chiazza, Iván G. y Van Thienen, Pablo Augusto, “OPA OBLIGATORIA (OPTATIVA) POR CAMBIO DE CONTROL. PARIDAD DE TRATO Y RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA”, *Publicado en: El derecho*, t. 219, p. 823, 2006.

• Di Chiazza, Iván G. y Van Thienen, Pablo Augusto, “EL CASO “ATANOR” Y LA ACCIÓN DE IMPUGNACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO EN LA COMPRA DE ACCIONES MEDIANTE UNA OPA”, *Publicado en: El derecho*, t. 228, p. 634, 2008.

• Elespe, Douglas, “PRECIO EQUITATIVO DE LAS ACCIONES”. *La Ley*, (2008): 234.

• Micucci, Leonardo, “LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO: NOCIONES BÁSICAS EN TORNO A SU

REGULACIÓN LEGAL”. *Revista Argentina de Derecho Empresario*, Universidad Austral, Departamento de Derecho Empresario, (2011).

•Negri, Juan Javier, “LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIAS EN EL DERECHO ARGENTINO”. *Publicado en: El derecho*, t. 198, p. 845, 2002.

•Rodríguez Peluffo, Damián, *La toma de control de sociedades abiertas: una contribución al desarrollo del mercado de capitales*, Buenos Aires: Abaco, 2006.

•Schvartz, Fernando, *Mercado de capitales: transparencia y mejores prácticas, el gobierno de las empresas cotizadas*, Buenos Aires: Osmar Buyatti, 2008.

•Van Thienen, Pablo Augusto, “LA DECLARACIÓN DE ADQUISICIÓN EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA BAJO EL CONTROL CASI TOTAL: LA ‘EXPROPIACIÓN DE ACCIONES’ Y LA ‘EXPULSIÓN FORZOSA’ DEL ACCIONISTA MINORITARIO (BREVES REFLEXIONES A RAÍZ DEL CASO ‘TENARIS’”, *Publicado en: El derecho*, t.206, p. 981, 2004.

•Villegas, Marcelo, “OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN OBLIGATORIAS POR CAMBIO DE CONTROL: MARCO TEÓRICO Y REGULACIÓN EN LA ARGENTINA”. *Publicado en: La Ley Online*, Cita Online: AR/DOC/1801/2018.