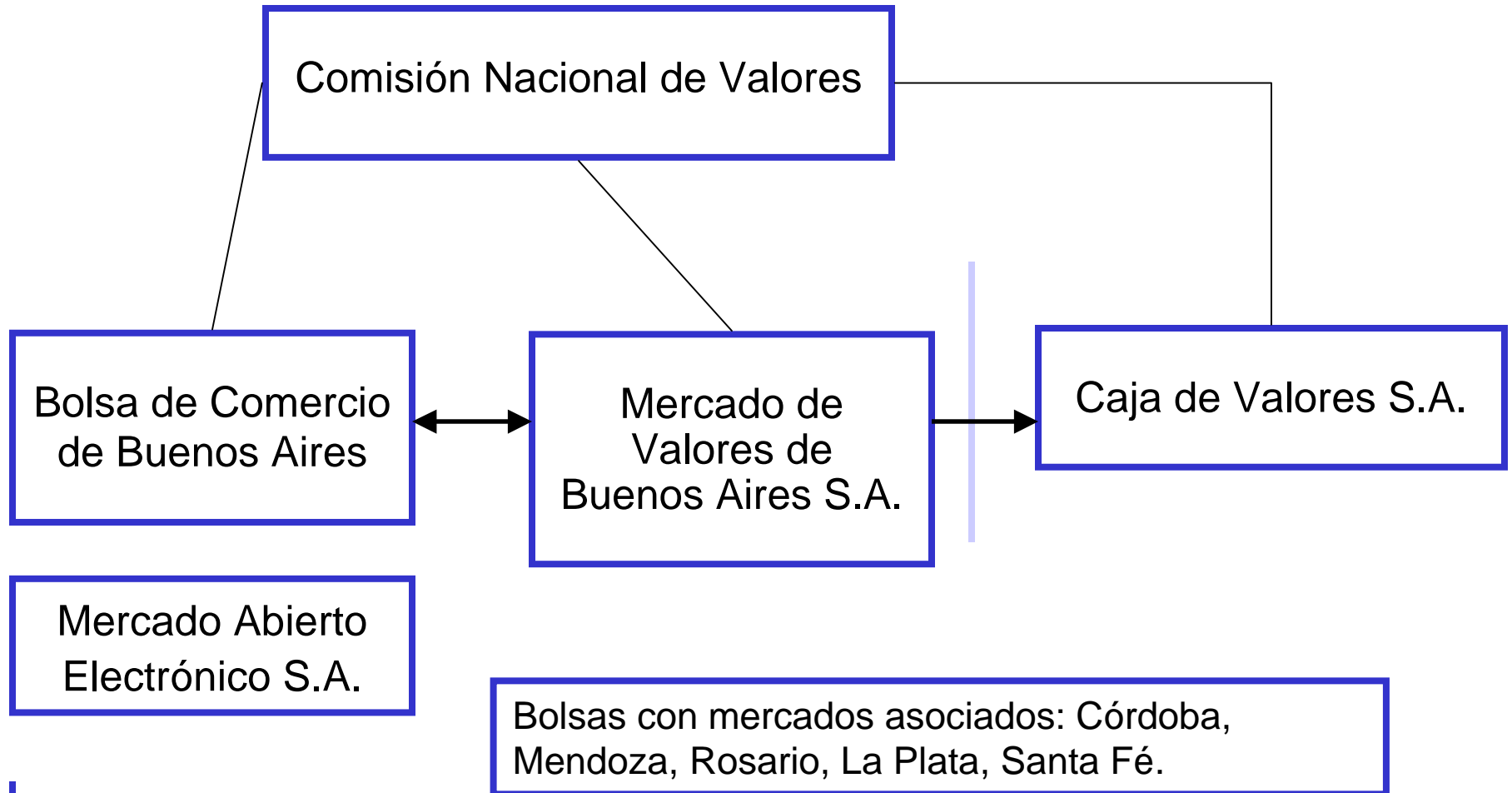


Consideraciones sobre el régimen de OPAs de acciones y de adquisición de participaciones residuales (Squeeze out)

Gastón Ariel Mirkin

Mayo 2008

Instituciones del sistema local



Prohibición de intervenir en la oferta pública en forma no autorizada

Toda persona que intervenga en la oferta pública de valores negociables sin contar con la autorización de la CNV o en infracción a las disposiciones legales será sancionada por la CNV.

Interrogantes respecto del alcance de la definición de oferta pública

Artículo 16, ley 17.811. Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.

Reglas generales sobre OPA

- Plazo razonable para analizar la oferta.
- Igualdad de los accionistas.
- Publicidad de la oferta.
- Condiciones de efectividad de la oferta
- Obligatoriedad del directorio de emitir opinión sobre la oferta.
- En ofertas de canje, información financiera y contable del emisor de valores ofrecidos en canje.
- Regulación de posibles ofertas competidoras.
- Directorio no puede obstaculizar la oferta, salvo para la búsqueda de ofertas alternativas o autorizado por la asamblea



Casos en los que pueden promoverse OPA

- Adquisición de control.
- Retiro de la oferta pública.
- Previo a la adquisición de participaciones residuales.
- Recompra de acciones propias.
- Luego de una OPA parcial no exitosa.

OPA en el mercado argentino

- OPAs: Alpargatas, Acindar, Renault, Tenaris, Telefónica Internacional, Atanor, Bagley, YPF, Canale, Sevel, Nobleza Picardo, Baesa, Massalin Particulares, CINBA
- Squeeze Out: Renault, Acindar, Tenaris, Telefónica Internacional, CINBA
- Estatutos reformados por OPA: IRSA, Cresud, Grupo Clarín, YPF, Banco Macro, Pampa Holding

Cierta información específica del prospecto

- Títulos a los que se extiende la oferta.
- Garantía constituida.
- Acuerdos entre el oferente y el directorio de la sociedad afectada.
- Detalle del grupo económico que forma parte el oferente.
- Condiciones suspensivas de la oferta.
- Información sobre endeudamiento en relación con la oferta.
- Descripción de la financiación de la oferta.
- Procedimiento para aceptar la oferta y para su retractación.
- Plazo para aceptar la oferta.

Condiciones suspensivas

Ejemplo de condiciones suspensivas:

- Adquisición de un porcentaje determinado (95%)
- Fluctuación del tipo de cambio.
- Suspensión de la cotización o restricción en la negociación de las acciones.
- Incremento del precio de cotización.
- Cese del mercado único y libro de cambios.
- Disminución del índice Merval.

Algunas cuestiones sobre OPA

Autorización previa de la CNDC

No se aplica en caso de compra de acciones por el controlante

Intención del oferente en relación con la actividad futura

- Continuidad de los negocios y de los puestos de trabajo.
- Cambios relevantes a introducir.

Garantía de la oferta

- Oferta en efectivo: garantía en dinero, títulos o fianza.
- Oferta en títulos: justificar la disponibilidad y afectación a la oferta.



OPA obligatoria por toma de control

- Quien, con el fin de alcanzar el control, adquiera acciones por más del 35% debe promover una OPA para alcanzar el 50%.
- Si pretende adquirir más del 51%, la OPA debe ser por el 100%.
- Compras en un sólo acto o sucesivos actos (período de 90 días).
- Sólo si la intención es alcanzar el control.
- Hasta adquirir el 35%, rige el principio de libre negociación.
- Sólo aplicable a emisoras adheridas al régimen.
- No se aplica por control por reorganización societaria.

OPA obligatoria por retiro del régimen de oferta pública

- Debe dirigirse a los accionistas que no votaron a favor del retiro y demás valores convertibles o que den derecho a suscripción.
- Opinión del directorio, comisión fiscalizadora y comité de auditoría.
- Se debe abonar un precio equitativo.
- Accionistas que votaron a favor del retiro deben inmovilizar las acciones hasta que finalice el plazo para aceptar la oferta.

OPA obligatoria por retiro del régimen de oferta pública

Criterio de fijación del precio equitativo

- Valor patrimonial de las acciones según el balance especial de retiro de cotización.
- Valor del emisor valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables.
- Valor de liquidación del emisor.
- Cotización media de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior.
- Precio ofrecido con anterioridad o de colocación de nuevas acciones en el último año.

Precio mínimo

Cotización media de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior.

Pasos para implementar una OPA

- Redacción de prospecto.
- Directorio del oferente aprueba lanzar la OPA.
- Banco constituye garantía.
- Oferente notifica al target que aprobó lanzar la OPA.
- Se presenta el anuncio de la oferta en la CNV.
- Se publica el anuncio de la oferta en boletín BCBA y diario.
- Solicitud de autorización a la CNV.
- Directorio del target emite opinión sobre la oferta.
- Comité de auditoria y comisión fiscalizadora emiten opinión.

Pasos para implementar una OPA (Cont.)

- Target presenta a la CNV listado de accionistas.
- Publicación de la opinión del directorio del target.
- CNV aprueba la OPA.
- Publicación de aviso de la oferta y del prospecto.
- Período para aceptar la oferta.
- Notificación a la CNV y BCBA el resultado de la oferta.
- Publicación de los resultados en el boletín de la BCBA y diario.
- Pago del precio de compra a los accionistas.
- Cancelación de la garantía.

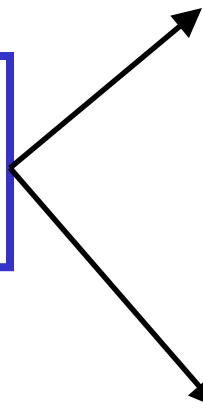
Régimen de participaciones residuales

Control casi total



95% del capital, directa o indirectamente

Una vez alcanzado el control casi total



Derecho de accionistas minoritarios y ONs convertibles

Intimar al controlante para que lleve a cabo una oferta pública de adquisición de las acciones y ONs convertibles

Derecho del controlante

Dentro de los 6 meses puede emitir la declaración unilateral de adquisición de acciones y ONs convertibles

¿Si el 95% se adquiere por un aumento de capital, los minoritarios puede reclamar que le adquieran sus acciones?

Régimen de participaciones residuales (cont.)

- Dentro de los 10 días de alcanzar el control casi total, el controlante y la emisora deben informarlo a la CNV y BCBA.
- A falta de dicha comunicación, accionistas minoritarios puede solicitar a la CNV que constate el control casi total.
- Intimado el controlante para comprar acciones de minoritarios podrá (i) OPA o (ii) declaración unilateral de adquisición.
- Adicionalmente a la oferta en efectivo, el controlante podrá ofrecer sus acciones en canje (si éstas cotizan).
- Luego de 60 días se podrá reclamar la venta de las acciones al precio que fije el tribunal judicial o arbitral.

Declaración unilateral de adquisición (squeeze out)

- Es resuelta por el directorio del controlante.
- Comprende todas las acciones y ONs convertibles.
- Se debe determinar un precio equitativo.
- La declaración unilateral de adquisición implica el retiro del régimen de oferta pública y cotización de las acciones.
- Luego de inscripta en la IGJ, la declaración unilateral de adquisición es elevada a escritura pública que convierte al controlante en titular de las acciones y ONs convertibles.
- No rige el artículo 94 de la LSC respecto a la disolución por falta de pluralidad de socios.

Declaración unilateral de adquisición (squeeze out)

- Impugnación del precio por los accionistas y tenedores de ONs:
 - El derecho prescribe a los 3 meses.
 - La impugnación del precio no altera la transmisión de la propiedad.
 - Durante el proceso de impugnación todos los derechos económicos y políticos corresponden al controlante.
 - Si el controlante no deposita la diferencia de precio ordenada por el tribunal en 30 días, se podrá declarar la venta sin efecto y la restitución de las acciones o las ONs convertibles.
- Constitucionalidad de la declaración unilateral de adquisición:
 - Se han iniciado amparos por la inconstitucionalidad de la declaración unilateral de adquisición en el caso Tenaris y Telefónica.
 - Los argumentos son (i) violación derecho de propiedad (CN art. 17) y (ii) falta de facultades del Poder Ejecutivo para regular en el decreto 677/01 este mecanismo.

Pasos para implementar el squeeze out

- El controlante alcanza el 95%.
- Notificar a la BCBA y la CNV que se alcanzó el 95%.
- Resolución del controlante para adquirir las acciones del target.
- Redacción de la declaración de adquisición.
- Presentación de la declaración de adquisición ante la CNV.
- El controlante notifica al target su intención de retirarla del régimen de oferta pública y cancelar la cotización.
- Publicación de la declaración de adquisición en el boletín oficial, el boletín de la BCBA y diario.
- CNV aprueba el squeeze out.
- Minoritarios pueden objetar el precio ofrecido.

Pasos para implementar el squeeze out (Cont.)

- CNV envía la declaración de adquisición a la IGJ.
- El controlante deposita la suma a abonar en un banco.
- El controlante presenta a la CNV un listado de los minoritarios.
- La declaración de adquisición se eleva a escritura pública.
- El controlante presenta a la CNV la escritura pública para luego inscribirla en la IGJ.
- Notificación a Caja de Valores que el controlante es el titular de las acciones de los minoritarios.

Caso Tenaris

- Oferta pública de canje de acciones de Tenaris por acciones de Siderca. También ofertas de canje internacionales.
- Solicitud a la CNV para (i) oferta de canje y (ii) oferta pública de acciones de Tenaris.
- Tenaris era titular de 99% de Siderca (diciembre 2002)
- Tenaris aprobó la declaración unilateral de adquisición de las acciones de Siderca (febrero 2003).
- Tribunal 1ra instancia dictó medida de no innovar respecto del actor (marzo 2003).
- Tribunal 1ra instancia dictó sentencia declarando la inconstitucionalidad del art. 29 del decreto 677/01 y su inaplicabilidad a la transferencia de las acciones del acto (noviembre 2003).

Similitud del caso Telefónica

En agosto de 2002, José Botbol obtuvo del tribunal de 1ra instancia la suspensión del squeeze out iniciado por Telefónica Internacional respecto de sus acciones.



OPA en USA (Williams Act de 1968)

- Previo a la Williams Act las OPAs no estaban reguladas.
- Abusos de los oferentes (plazos breves de la oferta y falta de información).
- Williams Act fijó procedimientos, requisitos de información y plazos mínimos.
- No define qué se entiende por OPA. Decreto 677/01 tampoco define OPA.
- La jurisprudencia fijó dicha definición.

OPA en USA (Definición de OPA)

Caso “Wellman vs. Dickinson” (1979) fijo ocho factores característicos de OPAs.

1. Demanda generalizada de acciones al público inversor.
2. Requerimiento de cantidad sustancial de acciones.
3. Ofrecimiento de un precio superior al de mercado.
4. Oferta en firme (términos no sujetos a negociación).
5. Oferta sujeta a una aceptación mínima.
6. Oferta válida por un plazo definido.
7. Presión sobre los potenciales vendedores.
8. Anuncio público de la intención de compra antes o después de una rápida acumulación de acciones por el oferente.

OPA en USA (Defensas del management)

- Táctica de defensa del management preventivas
 - “Poison pills”: derecho de compra de acciones en caso de que un inversor adquiera cierto porcentaje (ej, 10% o 20%).
 - “Flip in”: derecho de accionistas que no aceptaron la oferta de vender sus acciones al emisor al mayor precio de la oferta (o un precio incluso mayor).
 - Cláusulas anti-OPAs.
 - Elección escalonada de directores.
 - “Golden parachutes” para directivos.
 - Autorización al directorio para emitir acciones de voto plural.
 - Exigencia de mayorías y quórum especiales (en especial para fusión).
 - Cláusula de precio justo en caso de fusión.
 - Cambio de sede social a otro estado con normas favorables.

OPA en USA (Defensas del management)

- Táctica de defensa del management posteriores a la oferta
 - “White knights”: búsqueda de un oferente amigo.
 - “White squire”: búsqueda de un inversor amigo que adquiriera acciones y vote conjuntamente con el management.
 - Propaganda negativa de la oferta a través de opiniones del directorio.
 - Juicios defensivos del management contra el oferente atacando la oferta.
 - Adquisiciones defensivas de empresas.
 - “Greenmail”: recompra selectiva de acciones del oferente hostil.
 - “Pac-Man”: lanzar una contra-oferta de las acciones del oferente.