

Guía de acceso a la oferta pública de acciones

financieras aumentan su transparencia y confiabilidad en el mercado. Ser transparente, tener resúmenes financieros completos y evaluaciones de mercado, así como un precio competitivo de las acciones, le muestra al público que su compañía es una buena inversión.

Todos estos factores permiten medir en forma objetiva el valor de la empresa tanto para el mercado como para sus accionistas.

Desventajas

Entre las desventajas de la apertura de capital para los socios actuales se cuentan la dilución de la participación accionaria, un régimen informativo más riguroso y las obligaciones del cumplimiento normativo del mercado de capitales.

Dilución de la participación accionaria. Uno de los principales inconvenientes con los que se topan los socios existentes al momento de la emisión de nuevas acciones es la dilución de su participación sobre el total de acciones de la sociedad. Por eso deben ser cautelosos con el número de acciones que decidan emitir, para no licuar su participación al punto de perder el control de la sociedad.

De emitirse acciones ordinarias, los nuevos accionistas reciben no solo derechos patrimoniales en forma de acciones y utilidades, sino también derechos de gobierno que les permiten, entre otras cuestiones, participar y votar en las asambleas. Por ende, la sociedad debe ser cautelosa a la hora de emitir acciones a fin de evitar que los nuevos accionistas sean quienes terminen controlando a la sociedad.

Para evitar la cesión total de control al momento de tomar decisiones, las empresas pueden emitir acciones preferidas, las cuales

pueden no proporcionar derecho a voto. De esta manera, la empresa obtiene capital sin dejar en manos de terceros la toma de decisiones. El valor contable de las acciones disminuye, pero se mantiene el control sobre la sociedad.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que la difusión de la propiedad entre un gran número de accionistas también puede exponer a la empresa a una eventual adquisición forzada en el mercado (a través de una Oferta Pública de Adquisición, por ejemplo).

Régimen informativo más riguroso. El ingreso de la sociedad al régimen de la oferta pública implica deberes de información que son rigurosamente observados tanto por la CNV como por los nuevos socios. Por ello deben tenerse en cuenta tanto los costos para dar cumplimiento al mayor escrutinio que exige la CNV, como la voluntad de los socios de dar a conocer cierta información de la sociedad.

Adicionalmente, en la elaboración del Prospecto de emisión, los socios exponen una gran cantidad de datos que podrían considerar “sensibles”.

Sin embargo, esto no debe entenderse como una completa desventaja, ya que, como se dijo, la transparencia de la información es altamente valorada en el mercado ante los grupos de interés que rodean a la empresa y es señal de un buen gobierno corporativo.

Obligaciones del cumplimiento normativo del mercado de capitales. Cuando una empresa toma la decisión de abrirse al mercado de capitales, debe someterse al cumplimiento de diversas disposiciones legales y reglamentarias que son impuestas por la CNV a fin de garantizar la transparencia en el mercado y la protección a los inversores,

entre otras cuestiones. Cumplir correctamente con este deber conlleva necesariamente soportar determinados costos económicos, un laborioso trabajo y, en ciertos casos, reformas estructurales dentro de la misma sociedad (por ejemplo, establecer un área con personal encargado específicamente de estos deberes). La sociedad tiene que estar preparada para afrontar tales gastos y, asimismo, para destinar parte de su tiempo a llevar adelante nuevas tareas de “cumplimiento”.

Sin embargo, cumplir con estas obligaciones les permite a las compañías obtener un mayor prestigio en el mercado y, consecuentemente, atraer a nuevos inversores para formar parte del negocio.

ESTUDIO BRUCHOU, FERNÁNDEZ
MADERO & LOMBARDI:
José María Bazán y Valentín
Bonato

1.6 Cómo preparar la empresa para la apertura de capital

Las empresas que analizan la posibilidad de financiarse a través de la emisión de acciones, abriendo su capital al mercado de capitales, precisan conocer el alcance de tal decisión en términos de **cultura organizacional y transparencia**.

Será necesario implementar mecanismos que les permitan a todos los tenedores de capital tanto los históricos que seguramente fundaron o compraron la compañía, como los nuevos que se incorporen como ahorristas o inversores contar con la misma información, inmediata y veraz, para tomar decisiones de compra o de venta de sus tenencias accionarias.

Las empresas deben tener portales web con información completa y actualizada. Una vez que la empresa cuenta con autorización para su oferta pública debe publicar en la página de la CNV la información requerida por las Normas en los plazos estipulados, a través de la Autopista de Información Financiera, y en los boletines de los mercados donde liste sus acciones, manteniéndola actualizada.

En el análisis del régimen aplicable y el alcance de la apertura de capital es necesario evaluar con qué profesionales cuenta la empresa y la eventualidad de recurrir a apoyo externo. Incluso el régimen de emisiones de acciones por parte de las PyMe si bien es simplificado, con menores exigencias en términos de presentación de información contable y gobierno corporativo requiere un seguimiento del marco legal que se aplica. Personas con conocimientos y experiencia jurídica y contable/financiera, idóneas en términos de mercado de capitales, son las adecuadas para acompañar este proceso de financiamiento.

Análisis y modificación estatutaria. Gobierno corporativo

El gobierno corporativo constituye el conjunto de relaciones entre la gerencia de una compañía, el órgano de administración, sus accionistas y otras partes o terceros interesados (*stakeholders*). Asimismo, es un medio para asegurar la protección de los derechos de los acreedores, inversores y del público general mediante reglas, principios y prácticas. Las entidades que soliciten el ingreso a la oferta pública deben confeccionar y cumplir con su propio **Código de Gobierno Societario** (CGS) y actualizarlo anualmente teniendo en cuenta las recomendaciones, orientaciones y prácticas establecidas por las Normas de la CNV (Resolución General

797/2019 de la CNV). En el CGS se establecen los mecanismos para la representación de la entidad, la gobernanza, la toma de decisiones, los votos, las responsabilidades y los riesgos.

Quedan excluidas de la obligación de constituir un CGS las sociedades comerciales, las cooperativas y las asociaciones que califiquen como PyMe CNV, y aquellas inscriptas o que soliciten su inscripción en el registro especial para constituir programas globales de emisión de valores representativos de deuda con plazos de amortización de hasta 365 días corridos, los CEDEAR y CEVA.

Dada la importancia del cumplimiento de las pautas de gobierno corporativo, los Estatutos de las entidades que soliciten autorización para hacer oferta pública de sus valores negociables deben ser analizados bajo las premisas de buen gobierno corporativo y eventualmente modificados a fin de que se ajusten a la Ley General de Sociedades, la Ley de Mercado de Capitales y las Normas de la CNV. Conforme a la ley 22.169, la CNV tiene las facultades de contralor societario para aquellas sociedades por acciones que apliquen al régimen general y que tengan el domicilio legal en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en las provincias que han adherido a dicha ley, tales como Mendoza y Salta. Esto es importante a fin de determinar ante qué jurisdicción registral debe tramitarse la eventual reforma estatutaria para ingresar al régimen de oferta pública, y si tales cambios se pueden realizar en forma simultánea con el proceso de ingreso a la oferta pública o hay que iniciarlos con mayor anticipación.

El Estatuto de toda entidad en la oferta pública de acciones debe reglamentar, entre otras cuestiones, la constitución y el

funcionamiento del directorio y la comisión fiscalizadora conforme a las Normas de la CNV. Asimismo, se pueden incorporar en la modificación estatutaria otras cuestiones relevantes y útiles como la posibilidad de que la entidad celebre sus directorios y asambleas a distancia o que la asamblea apruebe la emisión de opciones sobre acciones a emitir o valores convertibles en acciones, delegando en el directorio la fijación de los términos y las condiciones de su emisión y de los derechos que otorguen.

Al momento de efectuar la revisión del Estatuto se debe analizar qué condición reúne la sociedad emisora y, en base a ello, diferenciar si se solicitará el ingreso al régimen de oferta pública ordinario o al régimen PyMe CNV, ya que los requisitos son diferentes en algunos aspectos.

Acuerdos sociales y diseño de la operación de apertura del capital

El diseño de la operación de apertura del capital permite a los accionistas encontrar un equilibrio para continuar con la estrategia y el propósito de la empresa y, al mismo tiempo, darle un valor adicional de confianza y sustentabilidad al encontrarse en oferta pública.

La empresa puede tener distintas clases de acciones con derechos diferentes. En este marco es fundamental analizar la relación de los directores entre sí, acuerdos existentes, muchas veces no documentados, y las relaciones entre los accionistas, directores y gerentes. En muchas empresas, esos tres roles son llevados adelante por las mismas personas.

Es muy importante estar al tanto de que la operación de apertura del capital para recibir fondos de los inversores es un proceso que puede estar acompañado

por acuerdos sociales, que siempre deben ser públicos para cumplir con los requisitos de transparencia de la oferta pública a fin de asegurar la confianza a los inversores.

En algunos casos se puede crear una clase de acciones distinta para los nuevos accionistas que se incorporen a la compañía con diferentes derechos, todo lo cual debe estar detallado en el Prospecto.

Auditoría y valuación de la compañía

Con el objetivo de abrir el capital y que futuros inversores coloquen sus ahorros en la compañía es necesario determinar el valor de la empresa, a partir del cual se calcula el precio de referencia que se solicitará por cada nueva acción.

El Prospecto de oferta pública que la empresa elabora y presenta a la CNV para su autorización y posterior publicación debe incluir un precio indicativo o un rango de precio indicativo, que puede ser modificado en función de las ofertas que vayan realizando los inversores hasta que se cierra el período de colocación, donde se fijará el precio al que serán adjudicadas las acciones entre los inversores.

En general, para conocer este valor, la empresa atraviesa un proceso de auditoría acompañada por el equipo de profesionales seleccionados para atravesar el proceso de apertura.

El precio de suscripción determinado en el período de colocación de las acciones multiplicado por la cantidad de nuevas acciones que se ofrecen serán los fondos que recibirá la empresa como fuente de financiamiento, neto de los gastos de la operación.

Planificación del trámite ante la CNV

Entre los aspectos más relevantes del proceso preparatorio del ingreso a la oferta pública se pueden identificar los siguientes:

- Convocar a asamblea general extraordinaria de accionistas para que apruebe el ingreso al régimen de oferta pública de una sociedad, modifique los artículos del Estatuto Social que correspondan a fin de cumplir con la normativa aplicable y adopte las resoluciones necesarias para efectuar la oferta pública de las acciones.
- Contar con una organización administrativa adecuada para cumplir con las obligaciones y el régimen de la CNV. Ello implica que la sociedad debe poder brindar la información contable en forma anual y trimestral así como dar cumplimiento a las normas de transparencia.
- Preparar los estados contables de la sociedad a fin de que, una vez ingresada en el régimen, puedan adecuarse a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Esto no es aplicable a las PyMeS CNV.
- Preparar el Prospecto de oferta pública de acciones con suficiente antelación dado que el mismo comprende la descripción de la actividad de la emisora, su historia, factores de riesgo y las condiciones de emisión de los títulos valores a ser ofrecidos. La redacción del Prospecto es un proceso importante porque debe hacerse un *due diligence* de la sociedad y sus riesgos para describirlos posteriormente en el documento de la oferta.
- Solicitar a la CNV el ingreso al régimen de oferta pública. La solicitud debe cumplir con los siguientes requisitos:
 - ser suscripta por el representante legal de la

emisora, quien legalmente lo reemplace o mandatario con poder suficiente,

- indicar el objeto del pedido,
- contener información sobre los antecedentes de la emisora.

Adicionalmente habrá que adjuntar la documentación que las Normas de la CNV establecen para cada trámite según el tipo de oferta que se realice. La presentación de la solicitud de ingreso al régimen de la oferta pública implica el conocimiento y la aceptación de la totalidad de las normas aplicables a las entidades que han decidido ingresar a este régimen, las cuales, en consecuencia, resultan exigibles desde ese momento.

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO:
María Laura Rodríguez de Sanctis y
María Jimena Riggio

ESTUDIO PÉREZ ALATI, GRONDONA,
BENITES & ARNSTEN:
María Gabriela Grigioni, Natalia
Sofía Güttner y Pablo Vidal Raffo

1.7 Lugar de cotización y obligaciones con el mercado

En Argentina, las sociedades anónimas tienen su capital social representado en acciones; sin embargo, la mayoría de esas sociedades no tienen autorización para que las acciones representativas de su capital estén disponibles para el público en general, es decir que son sociedades cerradas.

Cuando una sociedad, decide “abrir” su capital (para permitir el ingreso de nuevos socios que aportarán fondos que potenciarán el desarrollo de sus negocios), previamente tiene que solicitar a la CNV la autorización para el ingreso al régimen de oferta pública de