



**República Argentina - Poder Ejecutivo Nacional**  
**AÑO DE LA DEFENSA DE LA VIDA, LA LIBERTAD Y LA PROPIEDAD**

**Resolución General**

**Número:**

**Referencia:** EX-2023-98844136- -APN-GE#CNV “ANÁLISIS S/ PROCEDENCIA MODIFICACIÓN NORMATIVA APPLICABLE A OPA”

VISTO el EX-2023-98844136- -APN-GE#CNV, caratulado “ANÁLISIS S/ PROCEDENCIA MODIFICACIÓN NORMATIVA APPLICABLE A OPA”, lo dictaminado por la Subgerencia de Emisiones de Renta Variable, la Gerencia de Emisoras, la Subgerencia de Normativa y la Gerencia de Asuntos Legales, y

**CONSIDERANDO:**

Que la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (*B.O.* 28-12-12 y modificatorias) tiene por objeto el desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos en dicho ámbito.

Que mediante el dictado de la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 (*B.O.* 11-5-18) se propició la modernización de la regulación, adaptándola a las necesidades actuales del mercado, el que ha experimentado una importante evolución en los últimos años.

Que la Resolución General N° 779 (*B.O.* 28-12-18) tuvo por objeto ordenar el procedimiento aplicable a los distintos supuestos de Oferta Pública de Adquisición (OPA) 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 el artículo 19, inciso h), de la Ley N° 26.831 faculta a la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV) a dictar las reglamentaciones que se deberán cumplir para la autorización de los valores negociables, instrumentos y operaciones del mercado de capitales, hasta su baja del registro, dotándola de facultades para establecer las disposiciones que fueren necesarias para complementar las diferentes leyes y decretos relacionados, así como resolver casos no previstos e interpretar las normas, en concordancia con el contexto económico imperante, todo en aras de fomentar el desarrollo sostenido del mercado de capitales.

Que, dentro de los objetivos estratégicos de la CNV, se destacan como relevantes el difundir el acceso al mercado

de capitales en todo el ámbito de la REPÚBLICA ARGENTINA, la implementación de regulaciones y medidas destinadas a proteger los intereses de los inversores, la promoción del desarrollo económico a través del fortalecimiento del mercado, asegurar que el mismo se desarrolle en forma sana, segura, transparente y competitiva, garantizando la eficiente asignación del ahorro hacia la inversión, el impulso de medidas que fomenten la integridad, la responsabilidad y la ética en las operaciones y la provisión de herramientas necesarias para que los inversores dispongan de información plena, completa y necesaria para la toma de decisiones de inversión.

Que, en este marco, en virtud de los cambios económicos ocurridos desde la entrada en vigencia de la Resolución General N° 779, resulta necesario revisar las disposiciones establecidas en el artículo 14 del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), relacionadas con las pautas para determinar el precio equitativo en la OPA.

Que el precio equitativo tiene como objetivo garantizar que los accionistas minoritarios reciban una compensación justa, acorde con el valor de sus acciones en el marco de un proceso de adquisición de una participación de control o retiro del régimen de la oferta pública.

Que la igualdad de trato, en el contexto de una OPA, no necesariamente implica el mismo precio nominal, sino que los minoritarios reciban un precio que refleje el paso del tiempo hasta el momento de su efectivo pago.

Que, para garantizar la igualdad de trato, se establece que el precio equitativo debe expresarse, liquidarse y pagarse en la misma moneda acordada o utilizada en la toma de control, salvo que se acredite ante esta CNV que ello no resulta posible.

Que esta modificación encuentra sustento en la necesidad de salvaguardar los intereses de los accionistas minoritarios de las fluctuaciones cambiarias que puedan producirse desde la fecha de cálculo hasta su efectiva liquidación o pago, cumpliendo con el principio emanado de la Ley N° 26.831 de igualdad de trato entre accionistas, tanto en las condiciones económicas y financieras como en cualquier otra condición de la adquisición para todas las acciones, títulos o derechos de una misma categoría o clase, consagrado en el artículo 86 inciso a) de la ley citada.

Que la volatilidad del tipo de cambio puede afectar la determinación del valor en pesos de un precio fijado en moneda extranjera, por lo que un ajuste basado en un tipo de cambio actualizado asegura que el valor recibido sea consistente con el valor originalmente acordado, en oportunidad del cálculo del precio equitativo, en términos reales.

Que el Índice Dólar BYMA, publicado por BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA (BYMA), representa una pauta objetiva y metodológica de cálculo del tipo de cambio implícito en las operaciones de compraventa de valores negociables en pesos argentinos y dólares estadounidenses para ser liquidadas localmente, siendo publicado diariamente al cierre de la sesión de negociación de Contado Inmediato.

Que, en atención a lo expuesto, resulta razonable establecer que, cuando el precio equitativo se encuentre fijado en moneda extranjera y sea imposible hacer efectivo el pago o liquidación en esa misma moneda, dicho pago y liquidación sea efectuado en su equivalente en pesos, utilizando el Índice Dólar BYMA, publicado por BYMA en su sitio web, o el tipo de cambio vendedor, de la moneda billete pactada, del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, el que fuese mayor, correspondiente al cierre de las operaciones del día hábil inmediato anterior a la fecha de liquidación.

Que, por otra parte, para el caso que la moneda de pago fuese una moneda extranjera distinta al DÓLAR ESTADOUNIDENSE, el pago deberá hacerse en DOLARES ESTADOUNIDENSES o, a elección del accionista, en pesos al tipo de cambio vendedor de la moneda billete pactada del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA. En este último caso, si el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA no tuviese cotización de dicha moneda se recurrirá a una cotización de mercado conforme sea descripto en el prospecto respectivo.

Que, asimismo, en aquellos supuestos en los cuales el precio equitativo fuera establecido en pesos, a fin de asegurar su valor al momento de su liquidación y pago, se establece que dicho precio deberá incrementarse tomando la Tasa Badlar en pesos de Bancos Privados o aquella que en el futuro la sustituya, calculada considerando el promedio aritmético simple de las tasas diarias publicadas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA desde la fecha considerada para la determinación del precio equitativo inicial y hasta el día anterior a la fecha de pago o liquidación.

Que la utilización del Índice Dólar BYMA o el tipo de cambio vendedor, de la moneda billete pactada, del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, el que resulte mayor, y la Tasa Badlar en pesos de Bancos Privados o aquella que en el futuro la sustituya, publicada por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA, según sea el caso, también deberá tener lugar al momento de efectuar la comparación establecida en el artículo 88 de la Ley N° 26.831; así como, en su caso, en la conversión del precio equitativo resultante, si este fue en pesos, a la moneda pactada por la toma de control.

Que, dichas pautas también se aplicarán a cualquier OPA (OPA) y/o Declaración unilateral de adquisición que deba realizarse según lo establecido en los artículos 88 o 91 de la Ley N° 26.831.

Que en base a las propuestas recibidas en el marco de la Consulta Pública, y a la luz de las disposiciones emanadas del artículo 7° de la Ley N° 27.742 de “Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos” que declara “sujeta a privatización”, en los términos y con los efectos de los Capítulos II y III de la Ley N° 23.696, a determinadas empresas y sociedades de propiedad total o mayoritaria del Estado Nacional, aunque sin limitarse a dicha ley, y considerando que una de las alternativas más idóneas para llevar a cabo este proceso es la venta de acciones a través del mercado de capitales, lo que sin lugar a dudas podría implicar un cambio de control, se aprecia necesario incorporar este supuesto dentro de las excepciones a la aplicación del procedimiento de OPA obligatoria para quienes adquieran el control como consecuencia de la venta por parte del Estado Nacional o sus entidades autárquicas en una sociedad en el régimen de oferta pública por acciones y siempre que la admisión de la sociedad al régimen de oferta pública por acciones tuviera lugar a partir de la fecha de entrada en vigencia de la Resolución General N° 1012.

Que, finalmente, cabe atender aquellos supuestos en que la participación de control se haya adquirido como consecuencia directa de la homologación judicial de un acuerdo o plan de reestructuración que prevea el canje, conversión o capitalización de títulos de deuda u otros créditos en el marco del concurso preventivo o acuerdo preventivo extrajudicial de la sociedad.

Que, en el caso de tales acuerdos o planes de reestructuración no hayan sido sujetos a homologación judicial, siempre que: 1) se incluya un informe de experto independiente que acredite (i) la situación de dificultades económicas o financieras de carácter general de la sociedad afectada o su cesación de pagos (actual o inminente), y (ii) que la conversión o capitalización propuesta puede razonablemente permitir su recuperación financiera; y 2) la conversión o capitalización propuesta sea aprobada por asamblea con la mayorías que requiera la ley aplicable, incorporando estos supuestos dentro de las excepciones a la aplicación del procedimiento de OPA obligatoria previstas en el artículo 32 de la Sección VIII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).

Que la presente Resolución General registra como precedente la Resolución General N° 1007 (*B.O. 4-7-24 y 5-7-24*), mediante la cual se sometió a consideración de los sectores interesados y la ciudadanía en general el anteproyecto de Resolución General, conforme el procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” (EPN) aprobado por el Decreto N° 1172/2003 (*B.O. 4-12-03*).

Que, en el marco de dicho procedimiento, fueron receptadas opiniones y recomendaciones no vinculantes de distintos participantes del mercado y sectores interesados, de las cuales, luego de efectuado un análisis técnico en la materia, se ha considerado pertinente introducir modificaciones al proyecto sometido a consulta pública.

Que la presente se dicta en ejercicio de las atribuciones conferidas por los artículos 19, inciso h), y 86 y concordantes de la Ley N° 26.831.

Por ello,

LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

RESUELVE:

**ARTÍCULO 1º.-** Sustituir el artículo 14 de la Sección III del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), por el siguiente texto:

**“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 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) de la Ley N° 26.831, 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. La serie 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 Índice Dólar BYMA publicado por BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA en su sitio web o el tipo de cambio vendedor del dólar billete estadounidense del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, el que resulte mayor, correspondiente al cierre de las operaciones del día hábil inmediato anterior a la fecha de cálculo.

El período del semestre a computar será aquél 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, referida a la no aplicación del promedio previsto en el inciso b) del mismo, sólo 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, 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 artículo 88, apartado II, de la Ley N° 26.831, deberá confeccionarse de conformidad con lo establecido en el artículo 16 del Capítulo I del presente Título.

3) El precio equitativo debe expresarse, pagarse y liquidarse en la misma moneda en la que se acordó o pagó el precio por la toma de control. Si no fuese posible hacer el pago o liquidación del precio equitativo en la misma moneda pactada en la toma de control, sólo en este supuesto –debidamente acreditado-, se admitirá que el pago y liquidación sea efectuado en su equivalente en pesos, utilizando el Índice Dólar BYMA publicado por BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA en su sitio web, o el tipo de cambio vendedor de la moneda billete pactada del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, el que fuese mayor, correspondiente al cierre de las operaciones del día hábil inmediato anterior a la fecha de liquidación. También podrá preverse el

pago en su equivalente en pesos calculado al tipo de cambio vendedor de la moneda billete del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, cuando el accionista acepte expresamente el pago en dicha moneda. En caso que la moneda de pago fuese una moneda extranjera distinta al DÓLAR ESTADOUNIDENSE, el pago deberá hacerse en DOLARES ESTADOUNIDENSES o, a elección del accionista, en pesos al tipo de cambio vendedor de la moneda billete pactada del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA. En este último caso, si el BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA no tuviese cotización de dicha moneda se recurrirá a una cotización de mercado conforme sea descripto en el prospecto respectivo.

4) Si el precio pagado por la toma de control fue en pesos, el precio equitativo, deberá ser realizado en dicha moneda, y a los fines de la liquidación y pago de dicho precio deberá incrementarse tomando la Tasa Badlar en pesos de Bancos Privados o aquella que en el futuro la sustituya, calculada considerando el promedio aritmético simple de las tasas diarias publicadas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA desde la fecha considerada para la determinación del precio equitativo inicial y hasta el día anterior a la fecha de pago o liquidación.

5) Para la comparación prevista en el artículo 88 de la Ley N° 26.831, cuando existan precios en una moneda distinta al peso, deberán convertirse a pesos utilizando el Índice Dólar BYMA publicado por BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS SOCIEDAD ANÓNIMA en su sitio web o el tipo de cambio vendedor de la moneda billete del BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA, el que fuese mayor. Estas pautas de actualización y conversión también se aplican a cualquier oferta pública de adquisición y/o declaración unilateral de adquisición que deba realizarse según lo establecido en los artículos 88 o 91 de la Ley N° 26.831.

6) La excepción de aplicación del inciso b) de los apartados I y II del artículo 88 de la Ley N° 26.831, 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, acuerdo preventivo extrajudicial o procedimiento preventivo de crisis ante la autoridad competente.

7) 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, de la Ley N° 26.831”.

**ARTÍCULO 2º.-** Incorporar como incisos m) y n) del artículo 32 de la Sección VIII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), el siguiente texto:

“SUPUESTOS.

**ARTÍCULO 32.-** No será de aplicación la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición, cuando:

(...)

m) La adquisición de la participación de control sea como consecuencia directa de la venta, total o parcial, por parte del Estado Nacional o sus entidades autárquicas en una sociedad en el régimen de oferta pública por acciones en el marco del proceso de la privatización de empresas públicas y siempre que la admisión de la sociedad al régimen de oferta pública por acciones tuviera lugar a partir de la fecha de entrada en vigencia de la Resolución General N° 1012.

n) La participación de control se haya adquirido como consecuencia directa de la homologación judicial de un

acuerdo o plan de reestructuración que prevea el canje, conversión o capitalización de títulos de deuda u otros créditos en el marco del concurso preventivo o acuerdo preventivo extrajudicial de la sociedad. En caso de que tales acuerdos o planes de reestructuración no hayan sido sujetos a homologación judicial, siempre que:

1) se incluya un informe de experto independiente que acredite (i) la situación de dificultades económicas o financieras de carácter general de la sociedad afectada o su cesación de pagos (actual o inminente), y (ii) que la conversión o capitalización propuesta puede razonablemente permitir su recuperación financiera; y

2) la conversión o capitalización propuesta sea aprobada por asamblea con las mayorías que requiera la ley aplicable.

(...)".

**ARTÍCULO 3º.-** Sustituir el penúltimo párrafo del artículo 32 de la Sección VIII del Capítulo II del Título III de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.), por el siguiente texto:

“SUPUESTOS.

**ARTÍCULO 32.-** No será de aplicación la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición, cuando:

(...)

La Comisión se expedirá, en todos los casos con excepción de los previstos en los incisos b), d), m) y n), aceptando o rechazando la petición dentro de los QUINCE (15) días hábiles contados a partir de que quede reunida la totalidad de la documentación correspondiente y no se formulen nuevos requerimientos.

(...)".

**ARTÍCULO 4º.-** La presente Resolución General entrará en vigencia a partir del día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial de la República Argentina.

**ARTÍCULO 5º.-** Regístrese, comuníquese, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial, incorpórese en el Sitio Web del Organismo [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv), agréguese al texto de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.) y archívese.

