



**Organisation for Economic Co-operation and Development  
In Co-operation with The World Bank Group**

**Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado Argentino:  
el Caso YPF**

**Analía E. Cuervo  
International Affairs Division  
Securities and Exchange Commission of Argentina**

**The Latin American Corporate Governance Roundtable  
26-28 April, 2000, The São Paulo Stock Exchange,  
São Paulo, Brazil**

**Co-hosted by:  
The São Paulo Stock Exchange**

**With the support of:  
The Brazilian Securities and Exchange Commission  
The Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC)  
and  
The World Bank / OECD Global Corporate Governance Forum**

**Las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado Argentino:  
el Caso YPF**

*Por Analía E. Cuervo<sup>1</sup>*

Como bien señaló Mike, la toma del control societario de compañías en la oferta pública a través de mecanismos como las ofertas públicas de adquisición nunca había tenido lugar en el mercado argentino, hasta el año pasado.

El 24 de mayo de 1999, REPSOL lanzó una oferta pública de adquisición del 100 % de las acciones y de los títulos convertibles en acciones de YPF S.A. en circulación. La cantidad de acciones de YPF que en ese momento se encontraban en circulación era aproximadamente de 353.000.000 y la cantidad de ADSs era aproximadamente de 221.000.000.

Se realizaron dos ofertas: una llamada “argentina” y dirigida a todos los tenedores de acciones clases A, B, C y D en circulación y otra llamada “estadounidense” y dirigida a todos los tenedores de ADSs (American Depositary Securities) representativas de 1 acción clase D cada una con cotización en la New York Stock Exchange. Los términos y condiciones de ambas ofertas eran idénticos para ambos destinatarios.

El precio ofrecido por acción fue de US \$ 44,78 neto y sin intereses, pagadero en efectivo. Todos los costos y gastos de la operación de transferencia fueron asumidos por REPSOL.

La oferta tenía por fin lograr, como mínimo, una representación mayoritaria de REPSOL en el Directorio de YPF y se encontraba sujeta a dos condiciones: la aprobación de la oferta pública de adquisición por parte de los accionistas clase A de YPF –el Gobierno argentino- y que la cantidad de títulos ofrecidos representaran como mínimo, una mayoría de los títulos de YPF S.A.. Ambas condiciones se cumplieron y la OPA finalizó exitosamente el 23 de junio de 1999. REPSOL adquirió el 83,24 % de las acciones representativas del capital social de YPF S.A.. Esta participación sumada al 14,99 % de las acciones adquiridas al Gobierno argentino a principios de ese año, le confieren a REPSOL actualmente la titularidad del 98,23 % de las acciones de la petrolera.

Este caso presentó varias características particulares:

---

<sup>1</sup> Abogada de la Gerencia de Estudios Técnicos y Nuevos Proyectos de la Comisión Nacional de Valores.

**1. El hecho de que las acciones adquiridas correspondieran a una sociedad entre cuyos accionistas se encontraba el Estado Nacional.** La participación del Gobierno argentino en calidad de accionista clase A, con el derecho especial, entre otros, de aprobar previamente cualquier oferta pública de adquisición que se tuviera intención de realizar para adquirir el control de YPF, es una circunstancia excepcional que favoreció la protección de los intereses de los inversores minoritarios entre quienes se encontraban diseminadas las acciones de la compañía.

YPF S.A. fue una empresa del Estado Argentino hasta el año 1992. En ese año, YPF S.A. fue privatizada en el marco de las leyes sancionadas para la desregulación de la economía y privatización de las empresas estatales argentinas.

En julio de 1993, YPF completó la primera oferta pública mundial de sus acciones clase D y ADSs con cotización en la New York Stock Exchange. En julio de 1997, se concretó la segunda oferta pública global de las acciones clase C –que estaba destinada a los empleados de la compañía-, de tal modo que aproximadamente el 75% de las acciones en circulación del capital de YPF quedó en poder del público y el remanente de las acciones continuaron en poder del Estado Nacional argentino.

El 28 de enero de 1999 -como resultado de la licitación internacional llamada por el Gobierno argentino en septiembre de 1998, de la que participaron varias sociedades petroleras calificadas con grado de inversión-, REPSOL e YPF S.A. suscribieron el “Convenio para la Adquisición y Venta de Acciones” o “Convenio YPF”. REPSOL adquirió una tenencia igual al 14,99% del capital social de YPF por un precio total en efectivo de aproximadamente US \$ 2.011 millones, pagando \$ 38 por cada acción clase A.

Luego de la celebración del “Convenio YPF”, ambas compañías comenzaron a estudiar la posibilidades de una fusión y de la celebración de un joint venture a fin de reducir costos y aprovechar las sinergias de ambas empresas. Las partes no lograron llegar a un acuerdo al respecto y fue entonces que REPSOL decidió realizar una oferta pública de adquisición del 100% de las acciones de YPF.

**2. El rol jugado por los reguladores de valores de tres jurisdicciones, quienes estuvieron a cargo del control de legalidad y supervisión de la ejecución de esta operación.** Dichos reguladores fueron la Comisión Nacional de Valores de Argentina, la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América y, respecto de la oferente, la Comisión Nacional de Mercados de Valores del Reino de España.

**3. Las normas aplicadas al procedimiento de la oferta pública de adquisición efectuada por REPSOL, contenidas en la Resolución General N° 330/99 dictada por**

**la Comisión Nacional de Valores de Argentina y las normas referidas a las adquisiciones de control contenidas en el Estatuto Social de REPSOL.** El conjunto de estas disposiciones determinaron el procedimiento y condiciones básicas de la OPA que aseguraron la transparencia de la operación y la protección de los intereses de los accionistas minoritarios a quienes ella fue dirigida.

- La Comisión Nacional de Valores tuvo a su cargo el control de legalidad del contenido de la OPA presentada por REPSOL.
- Se aseguró el pie de igualdad de todos los accionistas frente a la OPA, la que fue dirigida a todos los tenedores de acciones de las diversas clases (clases A, B, C y D) y a los tenedores de ADSs, títulos convertibles en acciones clase D.
- Se aseguró el pie de igualdad en el acceso a la información necesaria para la aceptación o rechazo de la OPA a todos los accionistas de YPF, mediante dos mecanismos: la publicación de avisos en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en diarios de gran circulación tanto en la Argentina como en Nueva York. Dichos avisos contenían los términos esenciales de la oferta e indicaban los domicilios en donde se encontraba a disposición de los interesados la versión completa de la oferta y otra información relevante relativa a la emisora y a la oferente. Uno de esos domicilios necesariamente debía ser el de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la sede de la New York Stock Exchange, entidad autorregulada en la que cotizan los ADSs de YPF; y el envío a cada uno de los accionistas de YPF por correo al domicilio indicado en el Registro de Accionistas de la sociedad, del ejemplar completo de la oferta y de toda la información relevante adicional.
- También se aseguró la transparencia de la operación y los derechos de los accionistas aceptantes de la oferta a través de las disposiciones de la Resolución 330 y de cláusulas del Estatuto de YPF referidas al contenido de la oferta –su plazo de duración, mecanismos para la prórroga del plazo de vencimiento, cantidades máximas y mínimas de títulos a adquirir, mecanismos de solución de conflictos en caso de ofertas por debajo o por encima de los mínimos y de prelación entre las ofertas recibidas, mecanismo para la transferencia de los títulos al oferente y para la retractación de la aceptación por el accionista, condiciones a la que se subordina la oferta, información financiera y no financiera del oferente y de la emisora, etc.-.
- Los directores de YPF, en cumplimiento de su deber de diligencia respecto de los accionistas, luego del análisis de la oferta, emitieron su opinión respecto de la razonabilidad del precio ofrecido y efectuaron una recomendación técnica a los accionistas respecto de su aceptación, luego de requerir la opinión de Credit Suisse First Boston en su calidad de consultor financiero independiente. Estas opinión y

recomendación técnica fueron puestas en conocimiento de todos los accionistas oportunamente a través de su publicación.

- Se garantizó la razonabilidad del precio unitario por acción ofrecido por REPSOL a través de la aplicación de una cláusula estatutaria que establecía los criterios para la determinación del precio mínimo de la acción a ser ofrecido por cualquier interesado en adquirir el control de YPF S.A., llamada “cláusula de precio mínimo”.

**4. Se contó con un oferente serio.** Una de las empresas petroleras más exitosas de Europa, con una capacidad calificada de alto grado de inversión y de crédito a nivel internacional. REPSOL pagó el valor de las tenencias vendidas por los accionistas de YPF en efectivo y para llevar a cabo esta operación obtuvo un crédito de un consorcio de reconocidas entidades financieras internacionales por la suma de US \$ 16.000 millones, aproximadamente.

**¿Cuáles fueron las claves para lograr la protección de los intereses de los inversores minoritarios entre quienes se encontraban diseminadas las acciones de YPF?**

- La existencia de reglas de juego transparentes establecidas por las disposiciones dictadas por el regulador de valores y las normas contenidas en los estatutos sociales.
- Un alto grado de información necesaria para la toma de decisiones respecto de aceptación o rechazo de la OPA, a disposición de todos los accionistas en forma amplia y oportuna.
- El rol activo del directorio como medio para garantizar el efectivo ejercicio del derecho del accionista a la información y para asesorar a los accionistas a través de su opinión técnica respecto de los términos de la OPA y la razonabilidad del precio ofrecido por las acciones.
- La existencia de criterios financieros aplicables para la valuación razonable de las acciones, previstos en los estatutos de YPF.
- La seriedad de los participantes en la OPA, tanto de la emisora como de la oferente, quienes cumplieron con las reglas de juego aplicables.